

BANK I KREDYT

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

kwiecień
2008

- 3 **Leon Podkaminer**
Konwergencja realna a inflacja: próba kwantyfikacji i implikacje dla integracji ze strefą euro
Real Convergence and Inflation: Quantification and Implications for Integration with the Euro Area
- 12 **Tomasz Bernhard**
Integracja rynku pieniężnego w strefie euro
Money Market Integration in the Euro Area
- 33 **Dorota Skąta**
Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review
Nadmierna pewność siebie w psychologii i finansach – interdyscyplinarny przegląd literatury
- 51 **Andrzej Cieślik**
Steven Brakman, Harry Garretsen, Charles van Marrewijk, Arjen van Witteloostijn, *Nations and Firms in the Global Economy. An Introduction to International Economics and Business*
Review of the book by Steven Brakman, Harry Garretsen, Charles van Marrewijk, Arjen van Witteloostijn, Nations and Firms in the Global Economy. An Introduction to International Economics and Business
- 56 **Hanna Sochacka-Krysiak**
Bogusław Pietrzak, Zbigniew Polański, Barbara Woźniak (red.) *System finansowy w Polsce*
Review of the book edited by Bogusław Pietrzak, Zbigniew Polański, Barbara Woźniak, The Financial System in Poland

Europejska Integracja Monetarna (educational insert in Polish only)

Agnieszka Królikowska

Czy warto być poza Unią Monetarną - studium przypadku Wielkiej Brytanii, Danii i Szwecji

Is It Worth Remaining Outside the Monetary Union. UK, Denmark and Sweden - case studies

Rada Naukowa/Scientific Council

Peter Backé (Oesterreichische Nationalbank), Wojciech Charemza (University of Leicester), Stanisław Gomułka (London School of Economics and Political Science), Marek Góra (Szkoła Główna Handlowa), Marek Gruszczyński (Szkoła Główna Handlowa), Urszula Grzełowska (Szkoła Główna Handlowa), Danuta Hübner (European Commission), Krzysztof Jajuga (Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu), Bartłomiej Kamiński (University of Maryland; The World Bank), Jerzy Konieczny (Wilfrid Laurier University), Wojciech Maciejewski (Uniwersytet Warszawski), Krzysztof Marczewski (Szkoła Główna Handlowa; Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktury), Ewa Miklaszewska (Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie), Timothy P. Opiela (DePaul University, Chicago), Witold Orłowski (Niezależny Ośrodek Badań Ekonomicznych; Szkoła Biznesu Politechniki Warszawskiej), Zbigniew Polański (zastępca przewodniczącego/Deputy Chairman, Narodowy Bank Polski; Szkoła Główna Handlowa), Bogusław Pietrzak (Szkoła Główna Handlowa; Narodowy Bank Polski), Wiesława Przybylska-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 Kokoszcyński, Adam Koronowski, Wojciech Pacho, Bogusław Pietrzak (zastępca redaktora naczelnego/Deputy Managing Editor), Zbigniew Polański (redaktor naczelny/Managing Editor), Andrzej Rzońca, Cezary Wójcik, Zbigniew Żółkiewski

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

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

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

Wydawca/Publisher

Narodowy Bank Polski

Kontakt/Contact

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

tel.: +48 22 585 43 26

fax: +48 22 826 99 35

e-mail: krzysztof.gajewski@mail.nbp.pl

<http://www.nbp.pl/bankikredyt>

Projekt/Project

DOCTORAD

Skład i Druk/Typesetting and printing

Drukarnia NBP/Printing House of the NBP

Korekta/Editing

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

Prenumerata/Subscription

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

www.ruch.pol.pl

Prenumerata własna i zamawianie pojedynczych egzemplarzy:

Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej,

ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa,

nakład: 1200

konto:

Centrala NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy

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

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

Konwergencja realna a inflacja: próba kwantyfikacji i implikacje dla integracji ze strefą euro

Real Convergence and Inflation: Quantification and Implications for Integration with the Euro Area

*Leon Podkaminer**

pierwsza wersja: 3 grudnia 2007 r., ostateczna wersja: 7 marca 2008 r., akceptacja: 14 marca 2008 r.

Streszczenie

Statystyczna zależność (regresja) pomiędzy relatywnym poziomem cen a relatywnym poziomem PKB jest istotna i stabilna. Jednak wniosek o tym, że istnieje określony *trade-off* pomiędzy niską inflacją a szybką konwergencją realną, jest nieuprawniony. Taki *trade-off* charakteryzuje proces dynamiczny, przesuwający położenie danego kraju wzdłuż linii regresji. Nie jest jednak konieczne, by rzeczywista dynamika przebiegała dokładnie wzdłuż tej linii. Wysoka inflacja nie jest koniecznością. Nadwartościowość nie sprzyja szybkiej konwergencji. Zastąpienie waluty narodowej przez euro niesie ryzyko realnego regresu. Także przy początkowo słabym parytecie kursu wymiennego brak możliwości dewaluowania waluty narodowej w sytuacji erozji konkurencyjności (szybki wzrost cen i jednostkowych kosztów pracy) może mieć opłakane skutki.

Słowa kluczowe: konwergencja realna, relatywny poziom cen, inflacja, euro

Abstract

The cross-country regression relating the relative price level to the relative GDP level is significant and stable. But there is no shorter-term trade-off between fast real convergence and low inflation. Such a trade-off characterises the dynamic process moving the economy along the regression line. But the actual dynamics may run off that line. High inflation is not necessary for fast convergence. Giving up the national currency is risky. It may stop convergence or precipitate divergence. Problems may also emerge when the initial parity is weak. Inability to nominally devalue may prove very costly. While retaining the national currency is not risk-free, it does not rule out a corrective devaluation.

Keywords: real convergence, relative price level, inflation, euro

JEL: E31, F15, F43, O47

* Wiedeński Instytut Porównawczych Badań Ekonomicznych (wiiw), e-mail: podkaminer@wiiw.ac.at

1. Wstęp

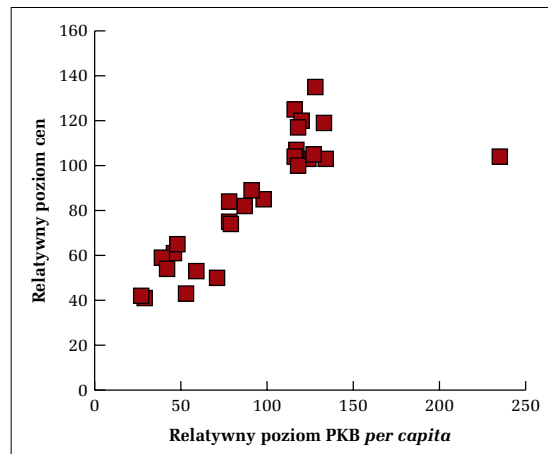
Poziom cen, definiowany jako stosunek (iloraz) parytetu siły nabywczej i kursu walutowego, odpowiada – z dość dużą dokładnością – poziomowi PKB na 1 mieszkańca (mierzonemu parytetem siły nabywczej). Zjawisko to ilustruje wykres 1, z danymi o relatywnych poziomach cen i relatywnych¹ poziomach PKB (na 1 mieszkańca) dla 27 krajów (obecnych członków Unii Europejskiej) w 2001 r.

Relatywny poziom cen w krajach dość zamożnych jest zasadniczo wyższy niż w krajach uboższych. Zjawisko to jest raczej uniwersalne: obserwuje się je w badaniach porównawczych dla różnych przekrojów geograficznych i czasowych². U podłoża omawianej zależności leży fakt strukturalny. Poziomy cen (i wolumenu spożycia) usług w krajach zamożnych są z reguły dużo wyższe niż w krajach uboższych. Powszechnie fakt ten objaśnia się tzw. efektem Balassy-Samuelsona (BSE)³.

Wzrost relatywnego poziomu cen w danym kraju dokonuje się w wyniku kombinacji dwu procesów: (1) nominalnej aprecjacji kursu walutowego przy stałych cenach, (2) inflacji wyższej niż średnio w UE (a ściślej mówiąc: nominalnej deprecjacji parytetu siły nabywczej) przy stałym kursie nominalnym. (O nominalnej deprecjacji parytetu siły nabywczej mówimy, gdy jego wartość liczbową wzrasta. Przykładowo, w 2000 r. nastąpiła nominalna deprecjacja parytetu siły nabywczej złotego – do 1,82 zł/euro, z 1,75 zł/euro w 1999 r.).

W reżimie stałego kursu walutowego – a tym bardziej w reżimie izby walutowej (*currency board*) – „ciążyć” zmian relatywnego poziomu cen spada na inflację krajową. Dość podobnie sprawy się mają w krajach, które przystępując do Europejskiego Mechanizmu Kursowego II (ERM II), zobowiązują się do zachowania stabilności kursu walutowego. Rodzi się tu pytanie o możli-

Wykres 1. *Relatywne poziomy PKB per capita oraz relatywny poziom cen w 2001 r., EU-27 = 100*



Źródło: Eurostat, listopad 2007 r.

wy konflikt pomiędzy szybszym niż średnio w UE tempem wzrostu PKB („konwergencja realna”), przy której można oczekiwać (jak się powszechnie wydaje) stosunkowo wysokiej inflacji, a aspiracją do zastąpienia waluty krajowej przez euro. Rysuje się tu pewien konflikt, polegający na tym, że warunkiem przyjęcia euro jest dość restrykcyjne kryterium inflacyjne Traktatu z Maastricht. Szybki wzrost realny w warunkach stałego kursu walutowego zdaje się wywoływać inflację, której poziom może uniemożliwić przyjęcie euro. Sytuację taką przeżywają obecnie kraje bałtyckie. W przyszłości mogłaby się ona stać udziałem także innych nowych członków UE – a więc i Polski (przede wszystkim zaś oczywiście Bułgarii). Wyjściem z „pułapki” zastawionej na nowe kraje członkowskie zmierzające do strefy euro jest złagodzenie kryterium inflacyjnego, postulowane przez wielu autorów (por. np. Buiter, Grafe 2002; Buiter 2005; Podkaminer 2006). Najwyraźniej dominiuje więc przekonanie, że tempem konwergencji realnej można niejako sterować – dopuszczając taki lub inny poziom inflacji. Alternatywnie można sądzić, że inflacją da się manipulować, dopuszczając to lub inne tempo wzrostu realnego.

Powyżej przedstawiony „konflikt” pomiędzy szybkim wzrostem a niską inflacją (oraz pochodny problem związany ze spełnieniem restrykcyjnego kryterium inflacyjnego Traktatu z Maastricht) jest bezsporny dla bardzo wielu ekonomistów. Bardzo wiele jest publikacji wychodzących z założenia o oczywistości tego konfliktu. Założenie to jest często sygnalizowane już w tytułach publikacji (np. De Grauwe, Schnabl 2005; Dobrinsky 2006; Lein-Rupprecht et al. 2007). Wydaje się ono oczywistą – i nie wymagającą żadnego dodatkowego dowodu – konsekwencją występowania systematycznych różnic w poziomach cen między krajami o odmiennych poziomach PKB *per capita*. W najlepszym przypadku założenie o występowaniu konfliktu

¹ W naszym przypadku poziomy relatywne (cen i PKB) są stosunkami odpowiednich wielkości absolutnych dla poszczególnych krajów UE i średniego absolutnego poziomu (cen i PKB) dla UE.

² Oczywiście, występują także wyjątki – potwierdzające wszak ogólną regułę. Wyjątkowa jest w szczególności pozycja bardzo małych krajów – takich jak Luksemburg, charakteryzujący się najwyższym poziomem GDP i stosunkowo umiarkowanym poziomem cen (tzw. *outlier* na wykresie 1). Anomalię Luksemburga tłumaczy się jego rozmiarami i położeniem (pomiędzy Belgią, Francją i Niemcami). Ceny (również usług, także mieszkaniowych) w Luksemburgu nie mogą znacznie odbiegać od cen przeważających w sąsiadujących miejscowościach i centrach handlowych położonych za jego granicą. Przeciwną anomalię (systematycznie wysoki poziom cen przy relatywnie niskim PKB) obserwuje się często w małych krajach czerpiących duże dochody z turystyki zagranicznej (np. w Chorwacji).

³ Wyjaśnienie to jest – dla mnie – teoretycznie niezadowolające – czemu dałem już wyraz (Podkaminer 2003a; 2003b; 2004). W tym miejscu nie ma potrzeby dyskusji na temat BSE – nie interesują nas teraz przyczyny jego realności. Interesuje nas tu tylko i wyłącznie zależność „makro”, ilustrowana wykresem 1. Stosowniejsze wyjaśnienie faktu strukturalnego nawiązuje do zróżnicowania elastyczności popytu na towary i usługi przy rosnącym poziomie dochodów realnych (por. Podkaminer 1998; 2004). Należy dodać, że szeroko zakrojone badania ekonometryczne nie potwierdzają empirycznej adekwatności BSE. Podsumowując wieloletnie badania (także własne) nad występowaniem BSE, Égert (2007, s. 1) uznaje za właściwe mówić o nekrologu dla tej hipotezy („our estimation results provide the obituary notice for the Balassa-Samuelson effect”).

między niską inflacją a szybkim wzrostem jest uzasadniane efektem Balassy-Samuelsona. Taką postawę metodologiczną dobrze ilustruje poniższy fragment podsumowania artykułu De Grauwe i Schnabla (2005, s. 555): „Przedstawiony artykuł bada konflikt pomiędzy realną i nominalną konwergencją w okresie poprzedzającym przystąpienie nowych krajów członkowskich do Unii Gospodarczej i Walutowej. Opierając się na modelu inflacji napędzanej przez wzrost wydajności, autorstwa Balassy-Samuelsona, dochodzimy do wniosku o dużym prawdopodobieństwie wysokiej inflacji w nowych krajach członkowskich”⁴.

Rodzi się pytanie, czy rzeczywiście szybki wzrost (konwergencję realną) można „kupić” za cenę wyższej inflacji. Inne, pochodne pytanie, dotyczy konkretnych granic (jeśli takie w ogóle istnieją) „inflacji korzystnej dla konwergencji”. Pytanie to pozostanie aktualne także (a może zwłaszcza) w odniesieniu do sytuacji „po przejściu na euro” – a więc już po jednorazowym zaliczeniu „testu z niskiej inflacji” (w ramach ERM II). Wykres 1 wyraźnie sugeruje, że zależność pomiędzy relatywnym poziomem cen a relatywnym poziomem PKB dotyczy także krajów, których walutą jest euro. Można więc sądzić, że nowe, już „zeuroizowane” kraje członkowskie będą prawdopodobnie w dalszym ciągu podlegać jakiejś wersji tej zależności.

Niniejszy artykuł stawia sobie kilka konkretnych celów. W rozdziale 2. argumentuje się, że dane empiryczne sugerują istnienie *stabilnej, ponadczasowej* relacji pomiędzy relatywnymi poziomami cen a PKB. W rozdziale 3. wykorzystuje się hipotezę sformułowaną w rozdziale 2. do kwantyfikacji zależności pomiędzy *długookresowymi* tempami wzrostu PKB a stopami inflacji (przy założeniu stałości nominalnego kursu wymiennego). Kwantyfikacja ta (nie odwołuje się ani do efektu Balassy-Samuelsona, ani do żadnej innej konstrukcji teoretycznej) zdaje się potwierdzać komplementarność szybkiego wzrostu i raczej wysokiej inflacji.

Rozdział 4. relatywizuje – do pewnego przynajmniej stopnia – twierdzenie o wysokiej inflacji (lub silnej aprecjacji nominalnej) jako *koniecznym* zjawisku towarzyszącym szybkiej konwergencji realnej. W rozdziale tym przedstawia się *trajektorie* zmian relatywnych poziomów cen i PKB dla wybranych krajów członkowskich UE w latach 1997–2006. Trajektorie te zdają się grawitować – w *dłuższych okresach* – do ponadczasowej relacji przedstawionej w rozdziale 2., jednak w krótszych okresach (nawet wieloletnich) szybki wzrost poziomu cen niekoniecznie sprzyja szybkiej konwergencji realnej. Co więcej, szybka konwergencja realna może się odbywać bez wzrostu poziomu cen. Rozdział 5. poświęcony jest próbie uogólnienia wniosków

rozdziału 4. na wszystkie kraje UE. W rozdziale 6. wyciągnięto wnioski z rozważań przedstawionych w rozdziałach 4. i 5., w szczególności odnoszące się do zagrożeń dla procesu konwergencji realnej, wynikających z rezygnacji z waluty narodowej na rzecz euro.

2. Stabilność relacji PKB – poziom cen

Eurostat dostarcza danych, porównywalnych z danymi z wykresu 1, dla lat 1995–2006. Należy jednak pamiętać, że dane dla kilku krajów za 2006 r. są prowizoryczne, a dane dla lat wcześniejszych (a nawet dla lat 1997–1998) dla nowych krajów członkowskich są szacunkowe (dla Rumunii zaś w ogóle nie są przytoczone). Wykresy odpowiadające wykresowi 1 dla innych lat wyglądają bardzo podobnie. Podobieństwo to można potwierdzić statystycznie. Dla każdego roku z okresu 1997–2006 najlepsze dopasowanie zapewnia następująca funkcja:

$$\text{Log}(P) = b + cY$$

gdzie $\text{Log}(P)$ oznacza logarytm naturalny relatywnego poziomu cen, Y jest relatywnym poziomem PKB, b oraz c są szacowanymi parametrami. Statystyczna „jakość” szacunków uzyskanych metodą najmniejszych kwadratów jest bardzo wysoka (por. tabela 1)⁵.

Szacunki parametrów b oraz c dla poszczególnych lat nie różnią się znacznie⁶. Fakt ten uzasadnia posługiwanie się uśrednionymi wartościami parametrów b oraz c z tabeli 1. Alternatywnie uzasadnia to łączne potraktowanie obserwacji z poszczególnych lat – oraz szacowanie parametrów na podstawie odpowiednio liczniej próbk. W dalszych rachunkach będziemy się posługiwać szacunkami uzyskanymi z łącznej (*pooled*) próbki (bez Luksemburga) obejmującej 182 obserwacje

Tabela 1. Szacunki parametrów regresji $\text{Log}(P) = b + cY$ dla lat 1997–2006

	<i>b</i>	t-stat	<i>c</i>	t-stat	R-sq. adj.
1997	3,3547	41,08	0,011209	13,06	0,8760
1998	3,4088	44,75	0,010674	13,34	0,8806
1999	3,4183	47,76	0,010555	13,89	0,8847
2000	3,5204	50,39	0,009543	12,96	0,8698
2001	3,5321	49,32	0,009618	12,67	0,8645
2002	3,5211	54,82	0,009731	14,39	0,8918
2003	3,4606	54,82	0,010425	15,72	0,9077
2004	3,4828	54,60	0,010219	15,27	0,9027
2005	3,5543	54,04	0,009471	13,87	0,8844
2006	3,5640	52,29	0,009419	13,33	0,8761

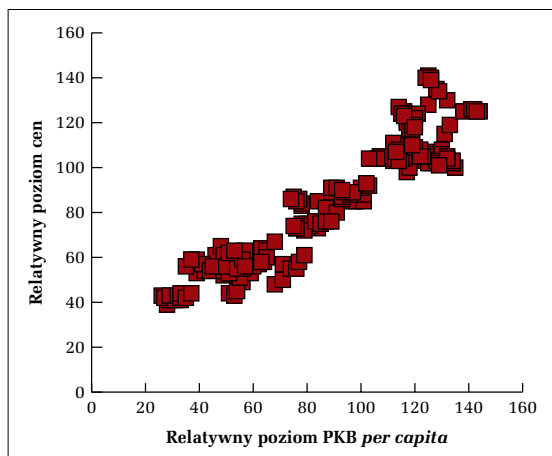
Źródło: obliczenia własne.

⁴ Dosłowny cytat brzmi następująco: „This paper explores the conflict of real and monetary convergence during the EMU run-up of the Central and Eastern European member states. Using a Balassa-Samuelson model of productivity-driven inflation, we find a high probability of higher inflation in the new member states.”

⁵ Estymując parametry przedstawione w tabelach 1 i 2, nie uwzględniono obserwacji dla Luksemburga. Statystyki testowe uwzględniające heteroskedastyczność (White) są również imponujące.

⁶ Formalnie test Walda nie uzasadnia (z bardzo dużą istotnością) odrzucenia hipotezy zakładającej, że rzeczywiste parametry b oraz c dla poszczególnych lat są równe ich oszacowaniom uzyskanym dla innych lat.

Wykres 2. *Relatywne poziomy PKB i relatywne poziomy cen w latach 2000–2006, EU-27 = 100*



Źródło: Eurostat, listopad 2007 r.

Tabela 2. *Szacunki parameterów regresji $\text{Log}(P) = b + cY$ dla tącznych danych z lat 2000–2006*

<i>b</i>	<i>t-stat</i>	<i>c</i>	<i>t-stat</i>	<i>R.sq. adj.</i>
3,518451	142,87	0,009784	37,88	0,8879

Źródło: obliczenia własne.

dla lat 2000–2006 (por. wykres 2). Wyniki estymacji parameterów dla tej próbki przedstawiono w tabeli 2.

Stabilność, zwłaszcza od 2000 r., parameterów regresji (tabela 1) sugeruje, że „uśrednioną” regresję:

$$\text{Log}(P) = 3,518451 + 0,009784Y \quad (1)$$

można by interpretować jako swoisty standard, obowiązujący – prawdopodobnie – także w dłuższej perspektywie. Konkretniej mówiąc, można się spodziewać, że dane o relatywnych poziomach cen i PKB dla krajów UE również w przyszłości będą się układać wokół linii (1). Warto dodać, że parametry regresji $\text{Log}(P) = b + cY$, szacowane na podstawie danych z lat 2000–2006 dla 10 nowych krajów członkowskich (pomijając Cypr i Malte), nie są istotnie różne od parameterów z tabeli 2: $b = 3,5361$ ($t\text{-stat} = 77,45$), $c = 0,00921$ ($t\text{-stat} = 10,83$). Test Walda nie odrzuca hipotezy, że parametry te są równe szacunkom z tabeli 2. (Współczynnik $R.sq.adj.$ tej regresji jest jednak dużo niższy niż przy pełnej próbie i wynosi 0,6523).

3. Wykorzystanie relacji (1) do kwantyfikacji zależności pomiędzy inflacją a tempem konwergencji realnej

Przypisanie relacji (1) waloru standardu obowiązującego powszechnie także w dłuższym czasie rodzi pokusę kwantyfikacji zależności pomiędzy inflacją a tem-

pem konwergencji realnej. Pokusie takiej nie oparł się także autor niniejszego tekstu (por. Podkaminer 2006). Kwantyfikacja zależności wymaga poczynienia kilku niewinnych założeń. Po pierwsze, przyjmijmy, że interesuje nas tempo realnego wzrostu PKB *per capita* jakiegoś określonego kraju, w jakimś określonym roku. Załóżmy, że relatywny PKB *per capita* tego kraju ma w tym roku konkretną wielkość Y° . Przyjmijmy następnie, że waluta tego kraju jest sztywno powiązana z euro – tak że zmiany poziomu cen nie mogą się dokonywać poprzez zmiany kursu waluty narodowej względem euro. (W szczególności euro może być walutą narodową). Załóżmy, że relacja (1) jest spełniona tak, że relatywny poziom cen (P°) dokładnie odpowiada Y° :

$$\text{Log}(P^\circ) = 3,518451 + 0,009784Y^\circ$$

Założmy, że kraj dąży do osiągnięcia określonej inflacji – powiedzmy 3%. Przypuśćmy teraz, że oczekuje się, iż PKB *per capita* dla całej UE-27 wzrośnie, powiedzmy, o 3,5%, a inflacja dla całej UE-27 wyniesie 2,5%. Przy założeniu, że „nasz” kraj jest względnie mały w porównaniu z całą UE, tak iż wydarzenia krajowe nie wpływają na wielkości średnie dla całej UE, relatywny poziom cen w następnym roku (P) powinien spełniać warunek⁷:

$$\begin{aligned} \text{Log}(P) &= \text{Log}(P^\circ(1,03/1,025)) = 3,518451 \\ &+ 0,009784Y^\circ(100 + g)/102,5 \end{aligned} \quad (2)$$

gdzie g jest nieznaną jeszcze wielkością stopy wzrostu krajowego PKB.

Rozwiązanie g równania (2) przesuwając kraj po linii (1), gwarantując przy tym spełnienie pozostałych poczynionych założeń. Oczywiście, rozwiązanie to zależy od wielkości wyjściowej relatywnego PKB (tj. Y°). Zależność stopy g od wielkości Y° oraz inflacji krajowej ilustruje tabela 3.

Tabela 3. *Stopy wzrostu PKB krajowego w zależności od relatywnego poziomu PKB i inflacji krajowej (przy stopie wzrostu PKB w UE = 3,5% i inflacji w UE = 2,5%)*

	Inflacja (%)	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5
Y°	P°						
60,0	60,7	2,6	3,5	4,4	5,2	6,1	6,9
62,5	62,2	2,7	3,5	4,3	5,1	6,0	6,8
65,0	63,7	2,7	3,5	4,3	5,1	5,9	6,6
67,5	65,3	2,7	3,5	4,3	5,0	5,8	6,5
70,0	66,9	2,8	3,5	4,2	5,0	5,7	6,4
72,5	68,6	2,8	3,5	4,2	4,9	5,6	6,3

Źródło: obliczenia własne.

⁷ Formuła (2) abstrahuje od efektów strukturalnych – zmian struktury cen i składowych realnych PKB w danym kraju (i w całej UE) zachodzących równoległe z procesami wzrostu. Parytety siły nabywczej obliczane (za pomocą nader skomplikowanych procedur statystycznych) uwzględniają, lepiej lub gorzej, owe efekty. Formuła (2) jest więc przybliżeniem formuły właściwej – zbyt skomplikowanej, by mogła być efektywnie użyta.

Według tabeli 3 trzyprocentowa inflacja krajowa jest – przy 2,5-procentowej inflacji w UE i stopie wzrostu PKB w UE równej 3,5% – „zgodna” ze stopą wzrostu krajowego PKB rzędu 4,2–4,4%. Wzrost PKB rzędu 4,4% byłby „dopuszczalny” w kraju relatywnie ubogim (z relatywnym PKB równym 60% poziomu UE), a wzrost rzędu 4,2% w kraju nieco zamożniejszym (z PKB równym 70%). Przy inflacji krajowej rzędu 4,5% „dopuszczalny” wzrost PKB mieściłby się – dla wyjściowego PKB rzędu 60–72,5% poziomu UE – w granicach 6,9–6,3%. Wyższe niż „dopuszczalne” tempo wzrostu PKB wymagałoby odpowiednio wyższej inflacji. Z kolei niższe niż dopuszczalne tempo wzrostu PKB wymagałoby niższej inflacji. Konsekwencją wzajemnego niedostosowania tempa wzrostu PKB i inflacji – tj. niespełnienia warunku (2) – byłoby „opuszczenie” przez dany kraj linii (1).

Dane z tabeli 3, ilustrujące *trade-off* pomiędzy niską inflacją a szybką konwergencją realną, uzasadniają postulat złagodzenia kryterium inflacyjnego w trakcie procesu dochodzenia do euro. Należy jednak pamiętać, że kombinacje krajowego tempa wzrostu PKB i krajowych stóp inflacji z tabeli 3 zakładają, że relatywny PKB i relatywny poziom cen danego kraju lokują ten kraj i w danym roku, i w roku następnym dokładnie na linii (1). Takie sytuacje są w praktyce stosunkowo rzadkie. Z tabeli 1 nie wypływają więc jeszcze żadne wnioski odnoszące się do *prawdopodobnej* (a tym bardziej *pożądanego*) dynamiki inflacji i PKB w typowych sytuacjach, gdy dany kraj lokuje się *poza linię* (1). Do pewnych wniosków w tym zakresie można prawdopodobnie dojść dopiero po analizie zmian relatywnych poziomów cen i PKB w większej liczbie przypadków.

4. Przebieg procesu konwergencji realnej i zmian relatywnego poziomu cen w wybranych krajach

To, że w przyszłości linia (1) będzie (prawdopodobnie) dobrym *przybliżeniem* związku między relatywnymi poziomami cen i PKB dla *wszystkich* krajów członkowskich UE, nie wystarcza jeszcze, by przypisywać temu równaniu nadmierne znaczenie w odniesieniu do poszczególnych krajów. Mogłoby się na przykład okazać, że dane o relatywnych poziomach cen i PKB w poszczególnych krajach *systematycznie odbiegają* w kolejnych latach od tej linii (lokując się, mniej lub bardziej równolegle, powyżej lub poniżej tej linii). Wykresy 3–4, przedstawiające rzeczywiste trajektorie relatywnego poziomu cen i PKB w wybranych krajach, wskazują jednak, że trajektorie te najczęściej niejako grawitują („są przyciągane”) do linii określonej wzorem (1).

„Przyciąganie” to jest najbardziej oczywiste w przypadku nowych krajów członkowskich UE (wy-

kres 3). Polska jest dobrym tego przykładem. W latach 1997–1999 (a także już w latach 1995–1996) trajektoria dla Polski biegła wzdłuż linii określonej wzorem (1) – tj. *reference line* na wykresach 3–4. Poziom cen był wówczas tylko nieznacznie niższy od poziomu „teoretycznego”. W latach 2000–2002 Polska doznała „szoku”: relatywny poziom cen wzrastał raptownie ponad wielkość „teoretyczną” – przede wszystkim za sprawą silnej aprecjacji nominalnej kursu złotego⁸. Nadwartościowość złotego okazała się przy tym zbieżna (nieprzypadkowo zresztą) ze stagnacją wzrostu PKB. Relatywny poziom PKB obniżył się wówczas (Polski PKB rósł wolniej niż średnio PKB dla UE-27). Powrót do „normalności” (w kierunku linii (1)) w latach 2003–2004 zbiegł się z kolei z przyspieszeniem konwergencji. Ponowny skok poziomu cen w 2005 r. (skutek ponownej silnej aprecjacji nominalnego kursu walutowego) dokonał się znowu przy stagnacji relatywnego poziomu PKB. Z kolei stabilizacji relatywnego poziomu cen w 2006 r. towarzyszy kolejne przyspieszenie konwergencji.

Opis trajektorii dla Polski sugeruje, że raptowny wzrost relatywnego poziomu cen zbiega się ze spowolnieniem (albo regresem procesu konwergencji realnej). Interpretację tę można stosować także do Czech, gdzie silny wzrost relatywnego poziomu cen w latach 1997–2002 dokonywał się przy jednoczesnym silnym regresie konwergencji realnej. Interesujący jest też przypadek Słowenii. Przy zasadniczo stałym relatywnym poziomie cen (rezultat polityki kursowej niedopuszczającej do realnej aprecjacji kursu wymiennego) początkowo nadwartościowość zmniejszała się dzięki stałemu wzrostowi relatywnego poziomu PKB, stopniowo przechodząc w podwartościowość.

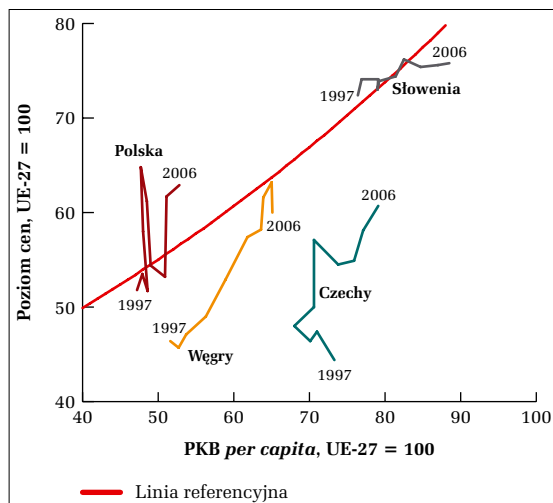
W Irlandii, a zwłaszcza w Niemczech (wykres 4) również mamy do czynienia z „przyciąganiem” trajektorii do linii (1). Warto jednak zauważyć, że trajektoria dla Irlandii od 1998 r. jest położona poniżej linii (1).

Irlandia cechuje się podwartościowością, pogłębiającą się jeszcze po 2003 r. Z kolei trajektoria dla Niemiec, trzymająca się dokładnie linii (1), podąża w „niewłaściwym” kierunku (relatywny poziom PKB Niemiec systematycznie się *obniża*⁹). Regres relatywnego poziomu PKB Niemiec trudno jest oczywiście wiązać z nadwartościowością. Przyczyn regresu należałoby raczej upatrywać w polityce gospodarczej prowadzonej w tym kraju od połowy lat 90. Polityka ta koncentrowała się na represji płac, których udział w PKB Niemiec

⁸ Relatywny poziom cen wyższy od „teoretycznego” (tj. lokujący się powyżej linii (1)) proponuję nazywać „nadwartościowym”, a poziom niższy – „podwartościowym”.

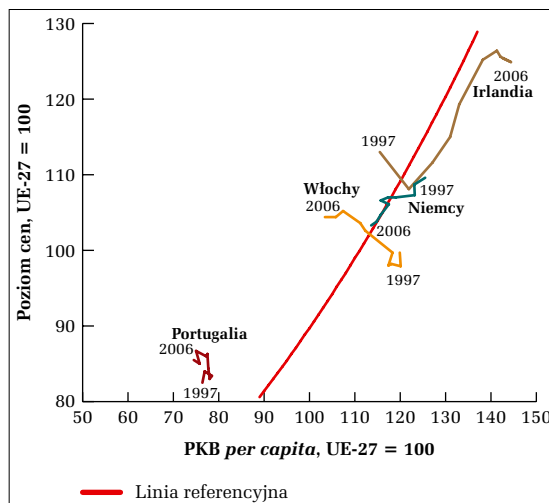
⁹ Można oczekiwać, że relatywny poziom PKB całej grupy krajów najzamożniejszych będzie się stopniowo obniżał. Zjawisko to jest arytmetyczną konsekwencją oczekiwanego procesu konwergencji realnej nowych krajów członkowskich UE. Regres relatywnego poziomu PKB w poszczególnych krajach najzamożniejszych nie jest jednak automatyczny. Regres Niemiec (i Włoch), widoczny na wykresie 4, jest skutkiem nie tyle szybkiej konwergencji nowych krajów członkowskich, ile relatywnie szybszego wzrostu w innych krajach o wysokim PKB (Irlandia, Wielka Brytania, kraje skandynawskie).

Wykres 3. Trajektorie relatywnych poziomów PKB i cen dla Polski, Czech, Węgier i Słowenii



Źródło: Eurostat, listopad 2007 r.

Wykres 4. Trajektorie relatywnych poziomów PKB i cen dla Portugalii, Niemiec, Irlandii i Włoch



Źródło: Eurostat, listopad 2007 r.

systematycznie się obniża, prowadząc z jednej strony do umocnienia się konkurencyjności (w handlu zagranicznym), z drugiej zaś do stagnacji (a okresowo nawet do spadku) krajowego popytu konsumpcyjnego¹⁰.

Trajektorie dla Włoch i Portugalii zdają się nie wykazywać tendencji do grawitowania w kierunku linii (1). Mamy tu jednak do czynienia z sytuacją szczególną – i stosunkowo nową, warto jednak, by zainteresowały się nią zwłaszcza nowe kraje członkowskie aspirujące do przyjęcia euro). W obu przypadkach istnieje specyficzny mechanizm utrudniający „grawitowanie” w kierunku linii (1). Należy zauważyć, że przed 2000 r. oba te kraje kontynuowały (bardzo powolny) proces konwergencji realnej: grawitując (opieszale) w kierunku linii (1). W obu krajach proces ten przebiegał początkowo przy stabilnym relatywnym poziomie cen (jednak wysoce nadwartościowym w Portugalii oraz mocno podwartościowym we Włoszech). Sytuacja zmieniła się radykalnie po 2000 r. We Włoszech nastąpił skokowy wzrost relatywnego poziomu cen. W ciągu trzech

lat znaczna podwartościowość zmieniła się w wysoką nadwartościowość. Motorem tego procesu nie była, rzecz prosta, nominalna aprecjacja kursu walutowego względem pozostałych krajów UE, lecz inflacja znacznie wyższa niż średnio w UE. Wzrostowi relatywnego poziomu cen towarzyszył regres relatywnego poziomu PKB, spowodowany stagnacją wzrostu. U podłoża stagnacji/regresu stoi nic innego, jak nadmierna „nadwartościowość” wyrażająca się w utratą konkurencyjności szczególnie wobec Niemiec. Problem Włoch (i Portugalii, która już na starcie w 1997 r. miała wysoce nadwartościową walutę) polega na tym, że nie istnieje żaden prosty mechanizm jej eliminacji. Przez długie powojenne dziesięciolecia Włochy likwidowały skutki kumulującej się inflacji i wzrostu jednostkowych kosztów pracy za pomocą okresowo dokonywanej (lub dokonującej się) nominalnej dewaluacji lira wobec marki niemieckiej¹¹. Teraz ta metoda nie może być użyta – euro jest walutą i Włoch, i Niemiec. Co gorsza, trudno sobie wyobrazić jakiegokolwiek inne mechanizmy eliminujące nadmierną nadwartościowość. W grę wchodziłaby jakaś kombinacja bardzo niskiej inflacji (dużo niższej niż średnio w UE) oraz silnego wzrostu PKB. Oczywiście, przy ogólnie niskiej inflacji w UE (zwłaszcza w Niemczech) postulat *bardzo niskiej inflacji* we Włoszech i Portugalii jest postulatem *deflacji nominalnych cen (i płac)* krajowych. Trudno sobie wyobrazić poziom recesji i bezrobocia, jaki byłby niezbędny do przywrócenia – tą metodą – konkurencyjności gospodarki włoskiej lub portugalskiej. Rzecz prosta, recesja

¹⁰ W latach 1999–2005 realny efektywny kurs walutowy (deflowany jednostkowymi kosztami pracy) dla Niemiec obniżył się o ponad 10%. W tym samym czasie kurs ten wzrósł o blisko 15% dla Portugalii i o około 10% dla Włoch i Hiszpanii. Cenowa konkurencyjność produkcji niemieckiej wzrosła więc o około 25% względem produkcji portugalskiej i około 20% względem produkcji włoskiej i hiszpańskiej. W rezultacie *nadwyżka* Niemiec w handlu z pozostałymi krajami strefy euro podwoiła się między 1999 a 2005 r., osiągając blisko 100 mld euro. Skumulowany wzrost PKB Niemiec w tym okresie (6,2%) pozostawał daleko za wzrostem PKB całej strefy euro (11,6%). W 2006 r. wzrost niemieckiego PKB był nieznacznie wyższy (0,1 punktu procentowego) niż w strefie euro. W 2007 r. sytuacja powróciła już do „normy” obserwowanej uprzednio. Głębokie i bolesne reformy rynku pracy nie zahamowały więc procesu *dywergencji* Niemiec (nawet w stosunku do innych krajów strefy euro). Warto podkreślić, że cały (anemiczny) wzrost PKB Niemcy zawdzięczają wyłącznie rosnącej nadwyżce eksportowej: zmiany popytu wewnętrznego miały istotnie *ujemny* wpływ na stopę wzrostu PKB. W skali całej strefy euro zmiany nadwyżki eksportowej nie miały jednak praktycznie żadnego wpływu na skalę wzrostu PKB. Wzrost ten w całości wynikał z dynamiki popytu wewnętrznego (por. Bibow 2006; De Grauwe 2006; Flassbeck 2007).

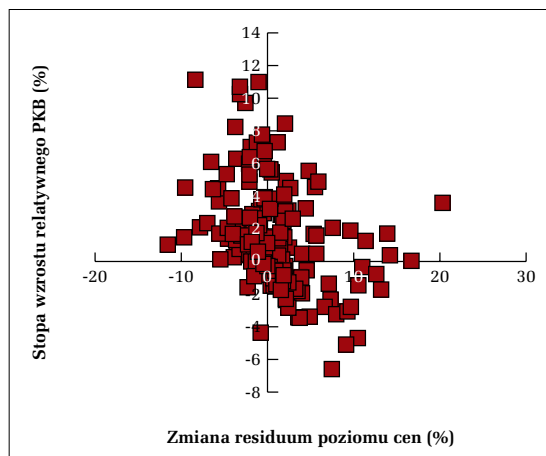
¹¹ W Polsce eliminacja nadwartościowości (z lat 2000–2003) dokonała się samoczynnie (rzecz jasna dużą rolę odegrała tu obniżka absurdalnie wysrubowanych stóp procentowych NBP). Słowenia, jak już o tym wspomniano, „wyrósł” z nadwartościowości przy aktywnym zaangażowaniu banku centralnego, który nieustannie dostosowywał kurs tolar/euro do bieżącej inflacji.

mająca służyć eliminacji nadwartościowości tylko by ją powiększała, nawet przy inflacji bliskiej zera¹². Idealnym sposobem eliminacji nadwartościowości byłby spontaniczny, szybki wzrost relatywnego PKB – trajektoria porównywalna z zaobserwowaną w Słowenii (por. wykres 3). Rzecz w tym, że wzrost relatywnego PKB w Słowenii nie był samoczynny (kurs walutowy był tam aktywnie regulowany). Ponadto, gdyby możliwe było bezbolesne wychodzenie z nadwartościowości dzięki szybkiemu wzrostowi PKB, nadwartościowość w ogóle nie byłaby problemem. Wystarczałoby dopuścić dowolnie wysoką inflację cen (i płac), zadekretować stosownie mocny poziom kursu walutowego i oczekiwać automatycznego dostosowania się PKB do poziomu cen. Mówiąc poważniej, zastąpienie narodowej – dewaluwalnej – waluty przez euro niesie określone ryzyko. Przy zbyt mocnym startowym poziomie parytetu waluty narodowej względem euro można na dobre utknąć w sytuacji wysokiej (i samowzmagającej się) nadwartościowości – przy jednoczesnej stagnacji (recesji) relatywnego poziomu PKB. Wyrwanie się z tej sytuacji może być bardzo trudne – jak o tym świadczy trajektoria Portugalii – lub wręcz niemożliwe. Co więcej, nawet słaby startowy poziom parytetu waluty narodowej względem euro nie eliminuje ryzyka wpadnięcia w taką samą pułapkę. Dowodzi tego trajektoria Włoch, startująca z pozycji znacznej podwartościowości, a kończąca się po przeciwnej stronie linii (1).

5. Związki zmian poziomu cen z tempem konwergencji realnej dla pełnej próby krajów

Wygląd trajektorii z wykresów 3 i 4 sugeruje pewien wniosek odnośnie do relacji pomiędzy zmianami położenia poziomów relatywnych cen i PKB względem linii (1) w następujących po sobie latach. Wydaje się mianowicie, że zmiany te są skorelowane: wzrost poziomu cen ponad linią (1) wydaje się powiązany z regresem relatywnego poziomu PKB, z kolei obniżenie tego poziomu – z przyspieszoną konwergencją. Powyższe przypuszczenie potwierdzają dane dla ogółu krajów UE w całym omawianym okresie (szczególnie w latach 2000/1999 – 2006/2005). Ilustracją tej tezy jest wykres 5, z 182 punktami odpowiadającymi danym o stopach wzrostu relatywnego PKB (oś pionowa) i zmianach relatywnego residuum poziomu cen¹³ (oś pozioma).

Wykres 5. Zmiany residuum relatywnego poziomu cen i stopy wzrostu relatywnego PKB w latach 2000–2006



Źródło: obliczenia własne.

Jak widać, występuje tendencja do asocjacji pozytywnych wartości zmian residuów z ujemnymi stopami wzrostu relatywnego PKB oraz ujemnych wartości tych residuów z dodatnimi stopami wzrostu relatywnego PKB. Współczynnik korelacji dla danych z wykresu 5 wynosi (minus) 0,3722. Warto też zauważyć, że występuje silna asymetria między reakcjami na zmiany residuum. Spadek residuum (przesunięcie w kierunku podwartościowości) w 83% przypadków wiąże się z dodatnią stopą wzrostu relatywnego PKB – a więc z konwergencją realną. W 17% przypadków spadek residuum wiąże się ze stopą ujemną, a więc z regresem realnym, jakkolwiek skala regresu jest niewielka. (Z jednym wyjątkiem stopa spadku relatywnego PKB nie przekracza tu minus 2%). Z kolei pozytywny wzrost residuum (przesunięcie w kierunku nadwartościowości) wiąże się z dodatnią stopą wzrostu relatywnego PKB w 45% przypadków, a w 55% z regresem realnym. Warto zwrócić uwagę na to, że spadki relatywnego PKB są w tym przypadku znacznie dotkliwsze.

Z analizy danych przedstawionych na wykresie 5 wynika, że konwergencja realna zachodzi nieporównanie częściej przy negatywnej zmianie residuum (przesunięcie w kierunku podwartościowości). Pozytywne zmiany residuum (przesuwanie się relatywnego poziomu cen w kierunku nadwartościowości) bardziej sprzyjają regresowi relatywnego PKB¹⁴.

Regres taki jest jeszcze bardziej prawdopodobny, jeśli wyjściowy relatywny poziom cen sam jest już nadwartościowy. W omawianym okresie były 34 przypadki

¹² Kraj, którego walutą jest euro, doznaje realnego uszczerbku przy inflacji niższej niż średnia w Eurolandzie. Stopy procentowe w takim kraju są *realnie* wyższe niż średnio w Eurolandzie.

¹³ Relatywne residuum poziomu cen dla określonego kraju i roku jest definiowane jako stosunek $(P - T)/P$, gdzie P jest rzeczywistym (obserwowanym) poziomem cen, a T jest poziomem „teoretycznym” – obliczonym wg wzoru (1). Wartość dodatnia tego residuum odpowiada nadwartościowości występującej w konkretnym roku, ujemna – podwartościowości. Zmiana relatywnego residuum poziomu cen jest zwykłą różnicą wartości residuum dla kolejnych lat. Zmiana ta (oś pozioma na wykresie 5) reprezentuje przesunięcie w kierunku nadwartościowości (dla różnic dodatnich) lub w kierunku podwartościowości (dla różnic ujemnych).

¹⁴ Należy podkreślić, że powyższe wnioski odnoszą się do krótkookresowej (jednorocznej) dynamiki PKB i nad- (pod-) wartościowości. W dłuższej perspektywie związki pomiędzy zmianami poziomu cen a tempem wzrostu PKB mogą być bardziej skomplikowane. Przykładowo, dewaluacja kursu nominalnego (z reguły korzystna dla krótkookresowego wzrostu PKB) może w dalszej perspektywie przyspieszyć inflację, nadmierną aprecjację realną – i w konsekwencji spowolnić wzrost PKB.

Tabela 4. Liczba przypadków klasyfikowanych według kryteriów dodatniości (ujemności) R , $(P-T)$ oraz $G(PKB)$

	$\Delta R > 0$	$\Delta R > 0$	$\Delta R < 0$	$\Delta R < 0$
	$G(PKB) > 0$	$G(PKB) < 0$	$G(PKB) > 0$	$G(PKB) < 0$
$P < T$	29	24	34	6
$P > T$	10	24	45	10

Uwaga: P jest obserwowanym relatywnym poziomem cen w poprzednim roku (1999, 2000, ..., 2005), T odpowiednio poziomem teoretycznym, $G(PKB)$ jest stopą wzrostu relatywnego PKB w danym roku (2000, 2001, ..., 2006), ΔR jest zmianą residuum zdefiniowaną w przypisie 14.

Źródło: obliczenia własne.

dodatniej zmiany residuum z pozycji nadwartościowego poziomu cen. W 24 z owych 34 przypadków nastąpił też regres relatywnego poziomu PKB.

Można dodać, że było aż 55 przypadków ujemnej zmiany residuum z pozycji nadwartościowej – a więc zmiany korygującej nadwartościowość. W 45 z tych 55 przypadków odnotowano również wzrost relatywnego PKB. Wszystkie 182 zaobserwowane przypadki (dla lat 2000/1999, 2001/2000, 2006/2005) dzielą się jak w tabeli 4.

Z tabeli 4 wynika też, że występuje tendencja (wyraźnie jednak słabsza niż w przypadku nadwartościowości) do korygowania się podwartościowości. Z 93 przypadków podwartościowości (suma pozycji w pierwszym wierszu tabeli 3) w 53 nastąpiła dodatnia zmiana residuum relatywnego. W 29 z owych 53 przypadków odnotowano też wzrost relatywnego PKB. Zarówno nad-, jak i podwartościowość wykazują więc tendencję do korekty, uruchamiając dynamikę skierowaną w kierunku linii (1). Uzasadnia to traktowanie tej jako linii „przyciągającej” rzeczywiste trajektorie dla konkretnych krajów.

6. Podsumowanie i wnioski

1. Zachodzi statystycznie istotna – i stabilna – zależność pomiędzy relatywnym poziomem cen a relatywnym poziomem PKB (linia (1)). Wyższy poziom PKB *per capita* jest mocno (i pozytywnie) skorelowany z poziomem cen.

2. Wyciągany z powyższego faktu wniosek, że dla każdego indywidualnego kraju można oczekiwać występowania określonego *trade-off* między niską inflacją a szybką konwergencją realną, nie jest jednak uprawniony. Wprawdzie taki *trade-off* będzie charakteryzować proces dynamiczny przesuwający położenie danego kraju wzdłuż linii (1), jednak nie jest konieczne, by każda rzeczywista dynamika przebiegała dokładnie wzdłuż tej linii.

3. Linia (1) ma pewne znaczenie dla rzeczywistych procesów dynamicznych. Mają one tendencję do „grawitowania” w kierunku linii (1). W przypadku podwartościowości grawitacja ta jest dość słaba. Oznacza to, że

konwergencja realna może przebiegać relatywnie szybko – także w warunkach inflacji niższej niż średnio w UE. Przykładu takiej dynamiki (szybka konwergencja realna z relatywnie niską inflacją) zachodzącej w dłuższym okresie dostarczają Czechy (por. wykres 3)¹⁵. Wysoka inflacja nie jest więc żadną nieuchronną koniecznością – nawet przy szybkiej konwergencji realnej.

4. Nadwartościowość (zwłaszcza nadmierna) nie sprzyja szybkiej konwergencji realnej. Wręcz przeciwnie, może wyzwać tendencję do regresu realnego – szczególnie gdy szybko się pogłębia, np. wskutek stosunkowo wysokiej inflacji. Nie jest więc uzasadnione przypuszczenie, że wyższa inflacja jest niezbędnym warunkiem szybszej konwergencji realnej.

5. Zastąpienie waluty narodowej przez euro nie niesie ryzyko unieruchomienia konwergencji realnej albo nawet uruchomienia realnego regresu. Ryzyko to występuje nie tylko w sytuacji zbyt mocnego wyjściowego parytetu kursu waluty narodowej względem euro (jak w przypadku Portugalii). Także gdy parytet kursu wymiennego jest początkowo słaby, brak możliwości dewaluowania waluty narodowej w sytuacji erozji konkurencyjności (szybszy niż gdzie indziej wzrost cen i jednostkowych kosztów pracy) może mieć opłakane skutki (przypadek Włoch).

6. Powstrzymywanie się od rezygnacji z waluty narodowej niesie również pewne ryzyko dla poziomu cen – nawet mimo bardzo niskiej inflacji. Szybka i znacząca aprecjacja nominalnego kursu wymiennego może wypchnąć poziom cen daleko ponad linię (1), przyczyniając się do regresu realnego. Jest to np. przypadek Polski w latach 1999–2002. Jednak w przeciwieństwie do krajów, których walutą jest euro, nawet znaczna nadwartościowość nie wyklucza tu możliwości mniej lub bardziej samoczynnej korekty, polegającej na stosownej dewaluacji nominalnego kursu walutowego. Oczywiście należy oczekiwać, że odpowiednio zdyscyplinowana polityka fiskalna będzie zmniejszać ryzyko znacznej nadwartościowości. Nawet najlepsza krajowa polityka fiskalna (przy braku własnej polityki pieniężnej) może jednak okazać się nieskuteczna w obliczu zbyt silnej presji ze strony konkurencji zagranicznej. Również próby radykalnego przyspieszenia zmian strukturalnych (np. w formie deregulacji rynku pracy, obniżania pozapłacowych kosztów pracy, niższej progresji podatkowej) mogą przynieść skutki przeciwne do oczekiwanych. Można się obawiać, że próby takie w ostateczności sprowadzą się do zwiększenia presji na obniżkę udziału płac w PKB. Doświadczenie Niemiec pokazuje, że intensywne reformy strukturalne mogą się wręcz przyczynić do spowolnienia wzrostu.

7. To, że posiadanie wspólnej waluty okazuje się teraz niewątpliwym problemem dla niektórych krajów, dowodzi pewnej wewnętrznej słabości – lub raczej

¹⁵ W 2000 r. czeski PKB *per capita* stanowił niespełna 69% poziomu UE-27; w 2006 r. już ponad 79%. Roczna inflacja w tym okresie wynosiła średnio 2,6%.

przedwczesności – całego tego projektu. Jednak załamane się tego projektu (np. ponowne wprowadzenie waluty narodowej w kraju członkowskim strefy euro) byłoby prawdopodobnie wielką klęską całej UE. Z tego punktu widzenia w interesie Polski (i innych nowych członków UE) jest przyczynianie się do szybkiego pogłębiania integracji

ekonomicznej także w zakresie polityki fiskalnej, płacowej itp. – co mogłoby ułatwić przezwycięzenie stagnacji w krajach zmarginalizowanych w warunkach wspólnej waluty. Oczywiście, głęboka integracja ekonomiczna wymagałaby odpowiednio głębokiej integracji politycznej. Czas pokaże, czy będzie się ona dokonywać.

Bibliografia

- Bibow J. (2006), *Global Imbalances, Bretton Woods II, and Euroland's Role in All This*, "Working Paper", No. 486, Levy Institute, New York.
- Buiter W., Grafe C. (2002), *Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for Accession Countries*, "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", No.1, s. 111–142.
- Buiter W. (2005), *The purgatory and beyond: When and how should the accession countries from Central and Eastern Europe become full members in the EMU?*, w: F. Breuss., E. Hochreiter (red.), *Challenges for Central Banks in an Enlarged EMU*, Springer Verlag, Vienna.
- De Grauwe P., Schnabl G. (2005), *Nominal Versus Real Convergence – EMU Entry Scenarios for the New Member States*, "Kyklos", No. 4, s. 537–555.
- De Grauwe P. (2006), *On Monetary and Political Union*, "CESifo Forum", No.4.
- Dobrinisky R. (2006), *Catch-up inflation and nominal convergence: The balancing act for new EU entrants*, "Economic Systems", No. 30, s. 424–442.
- Égert B. (2007), *Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe*, "Working Paper", No. 138, Österreichische Nationalbank, Vienna.
- Flassbeck H. (2007), *Wage Divergences in Euroland: Explosive in the Making*, w J. Bibow, A. Terzi (red.), *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag*, Palgrave Macmillan, London.
- Lein-Rupprecht S.M., Leon-Ledesma M.A., Nerlich C. (2007), *How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?*, "Working Paper", No. 827, ECB, Frankfurt.
- Podkaminer L. (1999), *Non-tradable goods and deviations between purchasing power parities and exchange rates: Evidence from the 1990 European Comparison Project*, w: H. Gabrisch., R. Pohl (red.), *EU Enlargement and Its Macroeconomic Effects in Eastern Europe*, Macmillan Press, London.
- Podkaminer L. (2003a), *Analytical notes on the Balassa-Samuelson Effect*, "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", No. 3, s. 207–223.
- Podkaminer L. (2003b), *Teoretyczne aspekty efektu Balassy-Samuelsona*, w: A. Sławiński., J. Lipiński (red.), *Gospodarka Polski przed wejściem do Unii Europejskiej*, PTE, Warszawa.
- Podkaminer L. (2004), *Why is food cheaper in rich (European) countries?*, "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", No. 3, s. 265–297.
- Podkaminer L. (2006), *Real convergence and inflation*, "Monthly Report", No. 5, Vienna Institute for International Economic Studies, Vienna.

Integracja rynku pieniężnego w strefie euro

Money Market Integration in the Euro Area

*Tomasz Bernhard**

pierwsza wersja: 14 stycznia 2008 r., ostateczna wersja: 27 lutego 2008 r., akceptacja: 10 marca 2008 r.

Streszczenie

Celem opracowania jest analiza integracji rynku pieniężnego w strefie euro za pomocą metod ilościowych. W tym celu zdefiniowano główne pojęcia, wyjaśniono metodologię badawczą i dokonano przeglądu wcześniejszych publikacji. Przeprowadzona analiza obejmuje trzy główne segmenty rynku pieniężnego strefy euro: niezabezpieczone depozyty międzybankowe, transakcje *repo* i krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe. Wykorzystano wskaźniki integracji ze wszystkich trzech grup wyszczególnionych w literaturze przedmiotu: oparte na cenach, oparte na ilościach i wskaźniki instytucjonalne. Są wśród nich zarówno wskaźniki wykorzystane we wcześniejszych publikacjach, jak też opracowane przez autora. Następnie naświetlono główne bariery integracji i perspektywy ich usunięcia, dokonano syntetycznej oceny integracji rynku pieniężnego strefy euro oraz zaproponowano kierunki dalszych badań.

Słowa kluczowe: rynek pieniężny, integracja finansowa, wskaźniki integracji, strefa euro

Abstract

The aim of the article is to analyse money market integration in the euro area using quantitative methods. In the initial part the main terms are defined and the research methods are explained. Then, previous publications of other authors are reviewed. The analysis of the euro area money market integration follows, covering its main three segments: unsecured deposits, repo transactions and short-term debt securities. Integration indicators from all three groups specified in the literature are used: price-based, quantity-based and institutional. Among them are instruments already used in other publications and indicators developed by the author. In the following part, main obstacles to integration are outlined, as well as prospects of overcoming them. The concluding part contains synthetic assessment of the euro area money market integration and further research proposals.

Keywords: money market, financial integration, integration indicators, euro area

JEL: E44, F36, G15

* Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach, Studium Doktoranckie, e-mail: tomb Bernhard@poczta.onet.pl

1. Wstęp

W drugiej połowie XX w. w gospodarce światowej zażyły zmiany, które istotnie wpłynęły na warunki funkcjonowania europejskich instytucji finansowych. Postępująca globalizacja oraz wzrost znaczenia centrów finansowych USA i Japonii postawiły przed stosunkowo niewielkimi rynkami finansowymi krajów europejskich wyzwania konkurencyjne, którym trudno byłoby samodzielnie sprostać. W latach 80. w krajach Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej coraz bardziej upowszechniał się pogląd, że bez zdynamizowania procesu integracji gospodarczej oraz jego poszerzenia o wymiar finansowy kraje europejskie nie będą w stanie nawiązać równorzędnej walki na globalnym rynku. W coraz większym stopniu uświadamiano sobie również korzyści z integracji walutowej, do czego przyczyniły się rozwój teorii optymalnych obszarów walutowych oraz inne wspólczesne osiągnięcia w teorii ekonomii.

Wymienione zjawiska ułatwiły osiągnięcie zgody politycznej krajów europejskich na zdynamizowanie procesów integracyjnych. Zdecydowano o dokończeniu budowy wspólnego rynku oraz przejściu do wyższego stadium integracji gospodarczej poprzez utworzenie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Integracja monetarna stała się faktem w 1999 r., kiedy jedenaście krajów Unii Europejskiej (UE) wprowadziło wspólną walutę euro i ostatecznie zrezygnowało z samodzielnej polityki monetarnej na rzecz nowo utworzonego Europejskiego Banku Centralnego (EBC).

Usunięcie barier związanych z istnieniem odrębnych walut narodowych i polityki pieniężnej istotnie przyczyniło się do poprawy warunków funkcjonowania instytucji finansowych na rynku unijnym. Jednocześnie bardziej odczuwalne stały się inne bariery, wynikające z fragmentacji europejskiego rynku finansowego, której źródłem są odmienne charakterystyki poszczególnych rynków krajowych. Integracja monetarna zwiększyła konieczność integracji rynku finansowego UGW ze względu na jego rolę w funkcjonowaniu wspólnej polityki pieniężnej. Unia Europejska stanęła przed wyzwaniem usunięcia wielu barier ekonomicznych i prawnych, które utrudniają pełną integrację rynków finansowych krajów członkowskich. Zdecydowano o podjęciu działań na rzecz budowy jednolitego europejskiego rynku finansowego, który zapewniłby równe warunki konkurencji europejskim instytucjom finansowym niezależnie od kraju pochodzenia, sprzyjałby efektywnej alokacji zasobów oraz dawałby więcej szans na osiągnięcie korzyści i uniknięcie zagrożeń związanych z integracją walutową.

Stworzenie jednolitego europejskiego rynku finansowego wymaga osiągnięcia pełnej integracji we wszystkich jego segmentach. Odnosi się to również do rynku pieniężnego. Problematyka integracji rynków pieniężnych strefy euro jest rzadko obecna w literaturze

krajowej. Zdecydowanie więcej pozycji można znaleźć w literaturze anglojęzycznej, jednak dotychczas opublikowane badania empiryczne dotyczące integracji rynku pieniężnego strefy euro z reguły nie obejmowały jego trzech głównych segmentów. Wyjątek stanowią ostatnie publikacje EBC podejmujące ten temat, w których jednak zastosowano dość ograniczoną liczbę wskaźników opartych na ilościach i instytucjonalnych. Ograniczając się przeważnie do segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych i w mniejszej liczbie przypadków do segmentu transakcji *repo*, pomijając rynek krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych oraz stosując często wyłącznie wskaźniki integracji oparte na cenach, autorzy dotychczasowych publikacji pozostawili pole do dalszych badań empirycznych.

Głównym celem tego opracowania jest analiza i ocena stopnia oraz dynamiki integracji rynku pieniężnego strefy euro za pomocą metod ilościowych. Badania obejmują okres od 1 stycznia 1999 r. do chwili obecnej. W przypadku niektórych wykorzystanych wskaźników okres objęty badaniem jest dłuższy (w celu wzbogacenia analizy o porównanie z latami przed wprowadzeniem euro) bądź krótszy (w wyniku ograniczonej dostępności danych statystycznych). Jako źródła danych wykorzystano przede wszystkim publikacje i bazy danych statystycznych EBC. Zastosowano metody ilościowe w postaci wskaźników integracji rynku pieniężnego. Wykorzystano wskaźniki opisane i zastosowane w literaturze przedmiotu, jak również wskaźniki opracowane przez autora bądź zmodyfikowane w celu ich dostosowania do przedmiotu badań i dostępności danych statystycznych. W porównaniu z opracowaniami innych autorów objęto badaniem wszystkie trzy główne segmenty rynku pieniężnego strefy euro, wykorzystano wskaźniki integracji ze wszystkich trzech grup wyszczególnionych w literaturze przedmiotu oraz opracowano i zastosowano kilka nowych wskaźników, które mogą wzbogacić dostępne instrumentarium badawcze i przyczynić się do pogłębienia analizy integracji poszczególnych segmentów rynku pieniężnego strefy euro.

Struktura opracowania jest następująca: po niniejszym wstępie w rozdziale drugim zdefiniowano podstawowe pojęcia i opisano zastosowaną metodologię badawczą. W trzecim rozdziale dokonano przeglądu obecnego stanu wiedzy poprzez analizę dotychczasowych badań empirycznych pod kątem przedmiotu badań, zastosowanych metod badawczych i uzyskanych wyników. W rozdziale czwartym, stosując wskaźniki ilościowe, zbadano stopień i dynamikę integracji trzech głównych segmentów rynku pieniężnego UGW: niezabezpieczonych depozytów międzybankowych, transakcji *repo* oraz krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych. Za pomocą wskaźników odnoszących się do wszystkich segmentów przeanalizowano integrację rynku pieniężnego traktowanego jako całość. W piątym rozdziale zarysowano ciągle istniejące bariery

integracji oraz perspektywy ich usunięcia. W podsumowaniu na podstawie przeprowadzonych badań oceniono stopień zaawansowania i dynamikę integracji rynku pieniężnego UGW oraz zaproponowano kierunki dalszych badań. Zestawienie wykorzystanych i opracowanych przez autora wskaźników ilościowych wraz z metodami ich kalkulacji zawarto w aneksie.

2. Podstawowe pojęcia i uwagi metodologiczne

Zgodnie z przyjętą w tym opracowaniu definicją **rynek pieniężny** jest miejscem, gdzie zawierane są transakcje, których przedmiotem są instrumenty finansowe o terminie wykupu nieprzekraczającym jednego roku. Z tak zdefiniowanego rynku wyłącza się trzy segmenty (por.: Dębski 2005, s. 18–21; Pyka 2000, s. 8–11):

- rynek depozytowo-kredytowy, na którym podmioty niebankowe lokują swoje zasoby pieniężne w instytucjach finansowych; zasoby te są następnie udostępniane innym podmiotom niebankowym w formie kredytów i pożyczek;

- rynek walutowy;
- rynek instrumentów pochodnych.

Ze względu na udział poszczególnych instrumentów finansowych w obrotach rynku pieniężnego strefy euro największe znaczenie mają:

- rynek niezabezpieczonych depozytów (lokat) międzybankowych (*unsecured market*),
- rynek transakcji *repo* i *reverse repo* (*secured market*)¹,
- rynek krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych (*short-term securities market*), na którym odbywa się obrót głównie bonami skarbowymi, bonami komercyjnymi i certyfikatami depozytowymi.

Pojęcie **integracji rynków pieniężnych** odnosi się do swobody handlu tego typu instrumentami pomiędzy regionami i krajami (Hartmann et al. 2003, s. 17). W literaturze przedmiotu rzadko jednak spotyka się odrębne definicje integracji poszczególnych segmentów rynku finansowego, ponieważ w zasadzie nie różnią się one od definicji integracji rynków finansowych traktowanych jako całość. Podobną zasadę przyjęto w tym opracowaniu – definicja integracji rynków finansowych odnosi się również do integracji rynków pieniężnych.

Większość stosowanych w literaturze przedmiotu miar integracji rynków finansowych oparta jest wyłącznie na prawie jednej ceny, co sprawia, że pomijają jej istotny aspekt – możliwość występowania barier dostępu do niektórych instrumentów finansowych. Prawo jednej ceny może być testowane jedynie na tych instrumentach, które są przedmiotem wyceny na wszystkich badanych rynkach. Jeśli jakiś instrument nie jest dopuszczony do obrotu na niektórych rynkach z po-

wodu dyskryminujących uregulowań, prawo jednej ceny może mimo to obowiązywać (na pozostałych rynkach). Rynków finansowych takiego obszaru nie można jednak uznać za zintegrowane. Aby wyeliminować tę wadę, stworzono szerszą definicję, zgodnie z którą rynki określonych instrumentów lub usług finansowych są w pełni zintegrowane, gdy wszyscy potencjalni uczestnicy tych rynków, o jednakowych cechach (Baele et al. 2004a, s. 6):

- 1) podlegają tym samym regułom, gdy zdecydują się na uczestnictwo w obrocie tymi instrumentami lub usługami,
- 2) mają jednakowy dostęp do tych instrumentów lub usług,
- 3) są jednakowo traktowani na rynkach tych instrumentów lub usług.

Definicja ta została przyjęta w niniejszym opracowaniu. Ważną implikacją zawartych w niej warunków jest obowiązywanie prawa jednej ceny na w pełni zintegrowanych rynkach finansowych (Baele et al. 2004a, s. 11).

Należy zaznaczyć, że przyjęta definicja opisuje stan pełnej (doskonałej) integracji rynków finansowych. Jak wiadomo, integracja może być rozumiana zarówno jako pewien stan, jak i proces jego osiągania. Zdefiniowanie stanu pełnej integracji rynków finansowych daje jednak punkt odniesienia do oceny przebiegu procesu integracji (ECB 2006b, s. 66).

Obiektywna ocena zarówno stanu, jak i przebiegu procesu integracji rynków pieniężnych wymaga zastosowania odpowiednich metod i technik pomiaru. W literaturze przedmiotu pojawiło się wiele **wskaźników integracji**, które można podzielić na trzy grupy (Adam et al. 2002, s. 5, 19; Baele et al. 2004a, s. 11–22):

- wskaźniki oparte na cenach (*price-based*),
- wskaźniki oparte na ilościach (*quantity-based*),
- wskaźniki instytucjonalne (*institutional*).

Wspólną zaletą wskaźników ilościowych – a wszystkie wymienione grupy wskaźników można do takich zaliczyć – jest fakt, że dają one podstawę do obiektywnego szacowania osiągniętego poziomu integracji i jej ewolucji w czasie (ECB 2006b, s. 66).

Teoretyczną podstawą **wskaźników opartych na cenach** jest prawo jednej ceny, które powinno obowiązywać na w pełni zintegrowanych rynkach pieniężnych. Wskaźniki tego typu służą w istocie do testowania tego prawa poprzez szacowanie różnic wyceny jednakowych instrumentów finansowych pomiędzy poszczególnymi regionami badanego obszaru. Warunkiem zastosowania wskaźników opartych na cenach jest identyfikacja instrumentów o jednakowych stopach zwrotu, generowanych przepływach pieniężnych i poziomach ryzyka. Jeśli ten warunek nie zostaje spełniony, zastosowanie tych wskaźników jest dopuszczalne w przypadku nieznacznie różniących się instrumentów, których odmienne charakterystyki mogą być kontrolowane i nie mają w związku

¹ W dalszej części opracowania rynek ten będzie często nazywany rynkiem *repo*, mimo że obejmuje również transakcje *reverse repo*.

z tym wpływu na wyniki badań (Adam et al. 2002, s. 4). W literaturze przedmiotu do głównych zalet wskaźników opartych na cenach zalicza się lepszą dostępność i wiarygodność danych do ich obliczania niż w przypadku kolejnej grupy wskaźników – opartych na ilościach (Adam et al. 2002, s. 12).

Wskaźniki oparte na ilościach służą do oceny stanu i przebiegu integracji rynków pieniężnych przede wszystkim na podstawie danych o wolumenach, wartości bądź udziale transakcji międzyregionalnych. Wskaźniki tego typu są przeważnie mniej wyrafinowane matematycznie i łatwiejsze do zastosowania od wskaźników opartych na cenach, pod warunkiem że dane do ich obliczania są porównywalne i łatwo dostępne. Skoncentrowanie ich na przepływach finansowych sprawia jednak, że nie powinny być traktowane jako podstawowy wyznacznik oceny integracji. Wynika to z faktu, że występowanie transgranicznych przepływów finansowych nie jest ani koniecznym, ani wystarczającym warunkiem integracji rynków pieniężnych (Adam et al. 2002, s. 13). Gdy rynki stają się zintegrowane, ceny aktywów często się wyrównują, zanim nastąpią przepływy finansowe przewidywane przez ich uczestników (Lemmen, Eijffinger 1996, s. 434). Powoduje to, że wskaźniki oparte na ilościach nie są w pełni wiarygodnymi wyznacznikami integracji i stosuje się je przeważnie jako wskaźniki wspomagające analizę wskaźników opartych na cenach.

Wskaźniki instytucjonalne służą do szacowania rozmiarów barier prawnych i organizacyjnych, które utrudniają integrację rynków pieniężnych. Wspomniane bariery mogą być skutkiem zarówno dużego zróżnicowania regulacji, jak też małej skuteczności systemu prawnego. Wskaźniki tego typu wprawdzie nie są w stanie dostarczyć odpowiedzi, czy rynki pieniężne są zintegrowane, ale mogą wyjaśnić, dlaczego nie są zintegrowane (Adam et al. 2002, s. 19). Za główną wadę wskaźników instytucjonalnych uważa się element subiektywnej oceny potrzebny do ich skonstruowania. Faktyczne prawne i organizacyjne bariery integracji mogą różnić się od tych stosowanych do konstrukcji wskaźników. Ponadto uczestnicy rynku mogą oceniać znaczenie poszczególnych barier inaczej niż autorzy badań (Lemmen, Eijffinger 1996, s. 435).

W niniejszym opracowaniu do analizy i oceny integracji rynku pieniężnego UGW oraz jego poszczególnych segmentów wykorzystano wskaźniki ilościowe. W miarę możliwości, zdeterminowanych dostępnością danych statystycznych, do analizy poszczególnych segmentów rynku pieniężnego starano się wykorzystać wskaźniki ze wszystkich trzech grup. W sytuacji braku w literaturze przedmiotu powszechnie przyjętych ilościowych kryteriów oceny stopnia integracji rynku pieniężnego uwzględnienie – tam, gdzie jest to możliwe – wskaźników ze wszystkich grup daje pełniejszy obraz osiągniętego poziomu integracji i dynamiki tego procesu.

Wykorzystano zarówno wskaźniki opisane w literaturze przedmiotu, jak również wskaźniki opracowane przez autora bądź zmodyfikowane w celu ich dostosowania do przedmiotu badań i dostępności danych statystycznych. W aneksie zestawiono wykorzystanie wskaźników wraz z metodami ich kalkulacji.

Jak zauważono, ilościowymi metodami oceny integracji rynków pieniężnych o podstawowym znaczeniu są wskaźniki oparte na cenach, a ich istotnym uzupełnieniem są wskaźniki oparte na ilościach i wskaźniki instytucjonalne. W przypadku braku możliwości identyfikacji instrumentów o jednakowych stopach zwrotu, generowanych przepływach pieniężnych i poziomach ryzyka wskaźniki oparte na cenach w ogóle nie mogą być zastosowane i pozostałe grupy wskaźników stają się z konieczności podstawową metodą ilościową oceny stopnia integracji (tak jest w przypadku segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w strefie euro).

3. Integracja rynku pieniężnego w strefie euro w świetle dotychczasowych badań empirycznych

Przez długi okres po utworzeniu UE integracja rynków pieniężnych krajów członkowskich nie była przedmiotem badań empirycznych. Sytuacja zmieniła się po osiągnięciu zgody politycznej na utworzenie UGW i przyjęciu Traktatu z Maastricht w 1992 r. Zainteresowanie integracją rynków pieniężnych krajów UGW szczególnie wzrosło się po przejściu do trzeciego etapu budowy unii monetarnej i wprowadzeniu euro w 1999 r. Po tym wydarzeniu została opublikowana zdecydowana większość badań empirycznych – wyjątek stanowi publikacja Lemmena i Eijffingera z 1993 r.

Pewną słabością metodologii zaproponowanej we wspomnianej pracy Lemmena i Eijffingera wydaje się traktowanie rynku pieniężnego jak jednolitej całości, bez wyróżniania poszczególnych segmentów, i wiążące się z tym jednakowe traktowanie referencyjnych stóp procentowych rynku międzybankowego i oprocentowania dłużnych krótkoterminowych papierów wartościowych. W późniejszych badaniach wyróżnia się już poszczególne segmenty, jednak niewiele publikacji obejmuje je wszystkie. Z trzech głównych segmentów rynku pieniężnego strefy euro najczęstszym przedmiotem badań był segment niezabezpieczonych lokat międzybankowych. W większości dotychczasowych publikacji dokonano oceny integracji rynku pieniężnego wyłącznie na podstawie analizy tego segmentu. (Galati, Tsatsaronis 2000; Adam et al. 2002; Cabral et al. 2002; Hartmann et al. 2003; ECB 2003b; Ogawa, Kumamoto 2007). W części publikacji w analizie integracji rynku pieniężnego uwzględniono – oprócz niezabezpieczonych depozytów międzybankowych – również segment transakcji *repo* (Ciampolini, Rohde 2000; Baele et al. 2004b; ECB 2005c;

Tabela 1. *Dotychczasowe badania empiryczne integracji rynku pieniężnego UGW*

Autor, data publikacji	Przedmiot badań, wykorzystane techniki badawcze	Uzyskane wyniki
J.J.G. Lemmen, S.C.W. Eijffinger (1993)	Korelacje przeciętnych trzymiesięcznych stóp procentowych rynku pieniężnego pomiędzy krajami Wspólnoty Europejskiej. Przeciętne trzymiesięczne stopy procentowe rynku pieniężnego oraz ich odchylenia standardowe w poszczególnych krajach WE w odniesieniu do Niemiec.	W latach 80. zwiększył się stopień integracji rynków pieniężnych krajów WE. Najsilniej zintegrowane są rynki pieniężne Niemiec, Francji, Wielkiej Brytanii i krajów Beneluksu. Pozostały obszar WE cechuje się większą fragmentacją rynków pieniężnych.
M. Ciampolini, B. Rohde (05.2000)	Analiza oceny jakościowej stopnia integracji przez reprezentatywną grupę banków. Rozproszenie wysokości oprocentowania między krajami. Wykorzystanie operacji EBC na koniec dnia. Analiza wyników ankiety skierowanej do reprezentatywnej grupy banków na temat ich transakcji transgranicznych i krajowych w segmencie <i>repo</i> .	Stopień integracji segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych jest znaczny. Segment <i>repo</i> po wprowadzeniu euro stał się bardziej zintegrowany, jednak czeka go jeszcze długa droga do pełnej integracji.
J. Santillán, M. Bayle, C. Thygesen (07.2000)	Wykorzystanie operacji EBC na koniec dnia. Wpływ wariacji oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych O/N pomiędzy krajami na wariację ogółem. Preferencje uczestników rynku co do emitentów papierów wartościowych wykorzystywanych w transakcjach <i>repo</i> . Udział transakcji transgranicznych w segmencie <i>repo</i> . Analiza systemów rozliczeniowych rynku pieniężnego.	Rynek pieniężny osiągnął wysoki poziom integracji. Powstał jednolity segment niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Segment <i>repo</i> jest od niego mniej zintegrowany. Segment krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych odstaje pod względem integracji od pozostałych segmentów rynku pieniężnego.
G. Galati, K. Tsatsaronis (07.2001)	Wartość międzybankowych transakcji transgranicznych. Przeciętny <i>spread</i> pomiędzy oprocentowaniem depozytów i pożyczek międzybankowych.	W pierwszych latach istnienia UGW segment niezabezpieczonych depozytów międzybankowych się zintegrował.
K. Adam, T. Japelli, A. Menichini, M. Padula, M. Pagano (28.01.2002)	Zróżnicowanie oprocentowania (<i>spread</i>) trzymiesięcznych niezabezpieczonych depozytów międzybankowych pomiędzy krajami UGW. Tempo konwergencji oprocentowania (wskaźnik β -konwergencji). Stopień konwergencji oprocentowania (wskaźnik σ -konwergencji).	Na początku 1999 r. integracja przyspieszyła, w wyniku czego powstał praktycznie jednolity rynek niezabezpieczonych depozytów. Integracja tego rynku jest kompletna lub niemal kompletna.
I. Cabral, F. Dierick, J. Vesala (12.2002)	Przeciętne oprocentowanie niezabezpieczonych depozytów międzybankowych O/N w czterech krajach UGW (Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Włochy) w porównaniu z Niemcami. Transakcje transgraniczne w systemie TARGET.	Segment niezabezpieczonych depozytów międzybankowych jest silnie zintegrowany.
P. Hartmann, A. Maddaloni, S. Manganelli (05.2003)	Przeciętne oprocentowanie niezabezpieczonych depozytów międzybankowych (3M) w poszczególnych krajach. Wartość i struktura transgranicznych pożyczek międzybankowych.	Segment niezabezpieczonych depozytów międzybankowych jest silnie zintegrowany.
L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova, C. Monnet (04.2004)	Odchylenie standardowe średniego krajowego oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych (O/N, 1M, 12M) w strefie euro. Odchylenie standardowe średniego krajowego oprocentowania transakcji <i>repo</i> (1M, 12M). Relacja zróżnicowania oprocentowania międzykrajowego do wewnątrz krajowego. Transgraniczne pożyczki międzybankowe w odniesieniu do pożyczek krajowych.	Integracja rynku pieniężnego jest bardzo zaawansowana. Segment transakcji <i>repo</i> jest mniej zintegrowany od segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.
Europejski Bank Centralny (10.2003, 09.2005, 05.2006, 09.2006, 03.2007)	Ocena stopnia integracji na podstawie zestawu ilościowych wskaźników integracji rynku finansowego strefy euro, publikowanych co pół roku w Internecie (http://www.ecb.int). Zestaw ten jest stopniowo rozszerzany. Wśród publikowanych obecnie wskaźników integracji rynku pieniężnego znajdują się: odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych i transakcji <i>repo</i> dla wybranych terminów zapadalności, udział krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez kraje strefy euro posiadanych przez podmioty z innych krajów, liczba systemów rozliczeniowych, udział transakcji pomiędzy krajami strefy euro w całości rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET.	Do 2005 r. EBC monitorował integrację rynku pieniężnego, stosując wyłącznie wskaźniki oparte na cenach. Na ich podstawie wnioskował o wysokim stopniu integracji rynku pieniężnego, co wynikało z niemal doskonałej integracji segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych i mniejszej, aczkolwiek wysokiej, integracji segmentu <i>repo</i> . Po dołączeniu do analizy kilku wskaźników opartych na ilościach w kolejnych publikacjach EBC utrzymał wcześniejsze wnioski, wskazując jednocześnie na ograniczony udział aktywności transgranicznej w segmencie krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych.
E. Ogawa, M. Kumamoto (09.2007)	Zróżnicowanie nominalnych stóp procentowych (O/N, 1M, 3M, 6M, 12M) pomiędzy krajowymi rynkami niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Tempo konwergencji oprocentowania (wskaźnik β -konwergencji). Stopień konwergencji oprocentowania (wskaźnik σ -konwergencji).	Rynek niezabezpieczonych transakcji O/N osiągnął wystarczający stopień integracji. Oprocentowanie na rynkach pozostałych badanych okresów zapadalności wykazuje stopniową konwergencję, jednak ciągle występują jakieś bariery utrudniające pełną integrację. Tempo konwergencji w latach 1999–2000 było szybsze niż w okresie styczeń 2001 – czerwiec 2006 r.

Źródło: opracowanie własne.

2006b). Niewielu autorów przeprowadziło badania obejmujące trzy główne segmenty rynku pieniężnego UGW (Santillán et al. 2000a; ECB 2006a; 2007c). Wymogiem dokonania adekwatnej oceny integracji całego rynku pieniężnego jest przeprowadzenie analizy wszystkich jego segmentów – w przeciwnym wypadku ocena może być niepełna. Wnioski z badań ograniczających się wyłącznie do danego segmentu powinny być zatem odnoszone wyłącznie do niego. W sytuacji potencjalnych znacznych różnic pomiędzy stopniami integracji poszczególnych segmentów orzekanie o integracji całego rynku pieniężnego strefy euro wydaje się nie w pełni uprawnione, gdy łączy się z zakresu badań jego znaczącą część.

Dotychczasowe publikacje różnią się nie tylko rozległością przedmiotu badań, ale także wykorzystanymi technikami badawczymi. Wszyscy badacze użyli wskaźników opartych na cenach, za pomocą których testowali obowiązywanie prawa jednej ceny w przypadku jednakowych instrumentów finansowych. Dzięki wysokiej wiarygodności wskaźniki tego typu są podstawowym wyznacznikiem oceny stopnia integracji i w części dotychczasowych badań zostały wykorzystane wyłącznie one (Lemmen, Eijffinger 1993; Adam et al. 2002; ECB 2003b; 2005c; Ogawa, Kumamoto 2007). Uzupełniającą rolę względem wskaźników opartych na cenach odgrywają wskaźniki oparte na ilościach i wskaźniki instytucjonalne. W pozostałych publikacjach dotyczących integracji rynku pieniężnego strefy euro zostały one uwzględnione w mniejszym lub większym zakresie.

Szczególne miejsce wśród badaczy integracji rynku pieniężnego UGW zajmuje Europejski Bank Centralny. Wynika to z faktu, że EBC zobowiązał się w 2005 r. do publikowania co roku raportów na temat stanu integracji rynku finansowego strefy euro, w tym rynku pieniężnego. Do monitorowania stanu integracji rynku finansowego EBC wykorzystuje stale rozszerzany zestaw wskaźników, których wartości są publikowane i uaktualniane na stronach internetowych banku co pół roku (ECB 2005c, s. 3). Publikowane przez EBC wartości wskaźników integracji oraz bogate bazy danych statystycznych dotyczących rynków finansowych są znakomitym źródłem materiału badawczego do analiz stopnia i dynamiki integracji poszczególnych segmentów rynku finansowego strefy euro.

W tabeli 1 zestawiono dotychczasowe badania empiryczne dotyczące integracji rynku pieniężnego UGW, do których dotarł autor tego opracowania, z uwzględnieniem szerokości ujęcia przedmiotu badań. Wyszczególniono techniki badawcze zastosowane przez autorów oraz streszczono uzyskane przez nich wyniki.

Wyniki dotychczasowych badań empirycznych wskazują na zwiększanie się stopnia integracji rynku pieniężnego przed utworzeniem UGW, aczkolwiek następującej w różnym tempie w jej poszczególnych przyszłych krajach członkowskich. Gwałtowny, skokowy wzrost poziomu integracji spowodowało wprowadzenie

wspólnej waluty i jednolitej polityki monetarnej. Wyniki poszczególnych badań są w tym zakresie zgodne. W kwestii osiągniętych stopni integracji poszczególnych segmentów rynku pieniężnego wyniki dotychczasowych badań są zbieżne co do kolejności ich rangowania i ogólnej oceny, natomiast różnią się szczegółową diagnozą stanu ich integracji.

W zgodnej ocenie badaczy najwyższy stopień integracji osiągnął segment niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Nie ma jednak zgody co do tego, czy można już uznać ten segment za w pełni zintegrowany. Niektórzy autorzy stwierdzają pełną integrację rynku niezabezpieczonych depozytów (Galati, Tsatsaronis 2001) bądź integrację kompletną lub niemal kompletną (Adam et al. 2002). Inni autorzy nie stwierdzają pełnej integracji, lecz integrację „niemal doskonałą” (Ogawa, Kumamoto 2007), wystarczającą (ECB 2007c), silną lub silnie zaawansowaną (Cabral et al. 2002; Hartmann et al. 2003), wysoką (Santillán et al. 2000a), znaczną (Ciampolini, Rohde 2000). Przyczyną pewnych różnic w ocenach mogą być odmienne techniki badawcze i różne okresy podlegające badaniu, jak też brak ogólnie przyjętych kryteriów ilościowych pozwalających uznać dany rynek za w pełni zintegrowany.

Rynek transakcji *repo* jest w zgodnej ocenie badaczy mniej zintegrowany od rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Ciampolini i Rohde w 2000 r. stwierdzili, że rynek ten czeka jeszcze długa droga do pełnej integracji, natomiast EBC, na podstawie badań przeprowadzonych w marcu 2007 r., uznał, że rynek ten odznacza się wysoką integracją.

Niewielu autorów objęło badaniami segment krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych. Dostępne badania dotyczące tego segmentu wykazały, że cechuje się on najniższym stopniem integracji i odstaje pod tym względem od pozostałych dwóch głównych segmentów rynku pieniężnego strefy euro.

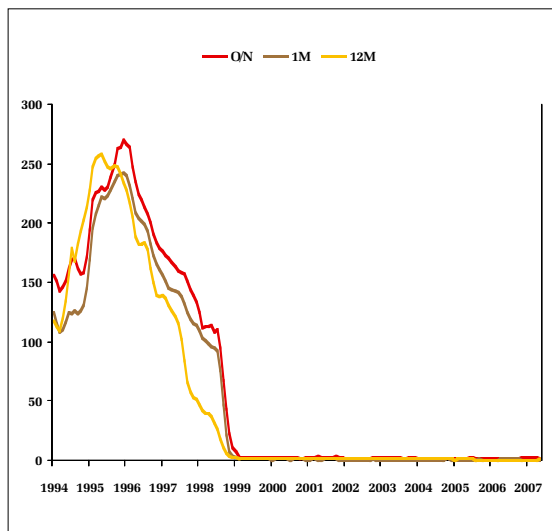
4. Analiza integracji rynku pieniężnego w strefie euro

W kolejnych podrozdziałach zostaną przedstawione wyniki analizy integracji trzech głównych segmentów rynku pieniężnego strefy euro. Niektóre wykorzystane w tym celu wskaźniki odnoszą się do więcej niż jednego segmentu lub nawet do całego rynku pieniężnego. Analiza wartości tych wskaźników oraz ocena integracji całego rynku pieniężnego zostaną dokonane po przeanalizowaniu integracji jego poszczególnych segmentów.

4.1. Analiza integracji segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych

Jako wskaźniki oparte na cenach, umożliwiające analizę integracji rynku niezabezpieczonych depozytów mię-

Wykres 1. Odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych w krajach strefy euro na koniec poszczególnych miesięcy w okresie luty 1996 – czerwiec 2007 r. (w punktach bazowych, jako 61-dniowa średnia ruchoma)

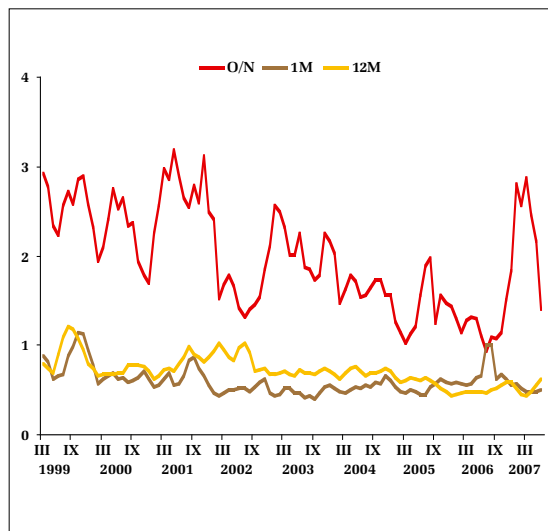


Źródło: dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego.

dybankowych, zostały wykorzystane 61-dniowe średnie ruchome dziennych odchyleń standardowych przeciętnego oprocentowania pożyczek międzybankowych. Na wykresie 1 przedstawiono kształtowanie się tych wskaźników w okresie luty 1994 – czerwiec 2007 r. dla terminów zapadalności: *overnight*, jednomiesięcznego i dwunastomiesięcznego.

W latach 1994–1995 zróżnicowanie oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych pomiędzy krajami mającymi w przyszłości utworzyć strefę euro było znaczące i wykazywało silną dynamikę wzrostową. W kwietniu 1994 r. wartość wskaźnika wynosiła około 110 punktów bazowych w przypadku jedno- i dwunastomiesięcznych terminów zapadalności i 143 punkty bazowe w przypadku transakcji *overnight*. Po stałym, silnym wzroście poziom wskaźnika doszedł w czerwcu 1995 r. do 258 punktów w przypadku transakcji dwunastomiesięcznych. Zróżnicowanie oprocentowania transakcji jednomiesięcznych i *overnight* osiągnęło swoje maksimum w styczniu 1996 r., wynosząc odpowiednio 243 i 270 punktów bazowych. Po osiągnięciu tych maksimów integracja rynków pieniężnych nasilała się w kolejnych latach, w miarę zbliżania się do początku trzeciego etapu tworzenia UGW w styczniu 1999 r. i związanej z tym koordynacji krajowej polityki gospodarczej poszczególnych krajów w celu spełnienia nominalnych kryteriów konwergencji. Po wprowadzeniu euro, wspólnej polityki pieniężnej i eliminacji ryzyka kursowego integracja rynków pieniężnych osią-

Wykres 2. Odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych w krajach strefy euro na koniec poszczególnych miesięcy w okresie marzec 1999 – kwiecień 2007 r. (w punktach bazowych, jako 61-dniowa średnia ruchoma)



Źródło: dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego.

gnęła niespotykany wcześniej stopień – w marcu 1999 r. wartości wskaźników wynosiły 2,92 punktów bazowych w przypadku transakcji *overnight*, 0,88 punktów przypadku transakcji jednomiesięcznych i 0,79 punktów w przypadku transakcji dwunastomiesięcznych.

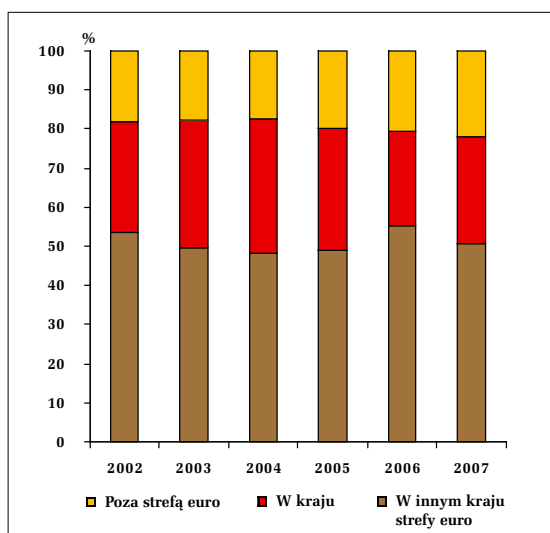
Wprowadzenie wspólnej waluty było przełomem dla integracji rynków pieniężnych. Po osiągnięciu wysokiego stopnia integracji w momencie wprowadzenia euro proces ten trwał dalej, jednak był znacznie wolniejszy (wykres 2).

Na rynku niezabezpieczonych depozytów *overnight* integracja postępowała, z pewnymi korektami, w całym okresie marzec 1999 – czerwiec 2007 r. W początkowej fazie wartość wskaźnika wahała się między dwoma a trzema punktami bazowymi, a na koniec zbliżyła się do jednego punktu bazowego. Wyjątkowy, skokowy wzrost wartości odchyleń standardowych nastąpił w okresie styczeń – maj 2007 r., kiedy wartość wskaźnika przekroczyła dwa punkty bazowe, a w kilku badanych miesiącach zbliżyła się nawet do trzech punktów. W ostatnim miesiącu analizowanego okresu wartość wskaźnika wróciła do wcześniejszych niskich poziomów.

W odniesieniu do pozostałych dwóch badanych terminów zapadalności dane za okres marzec 1999 – czerwiec 2007 r. pozwalają stwierdzić:

- wyższy stopień integracji niż w przypadku transakcji *overnight* (wartości wskaźników kształtowały się w przedziale 0,4–1,2 punktów bazowych),
- nieznaczny wzrost bądź stabilizację stopnia integracji w kolejnych latach,

Wykres 3. Struktura geograficzna obrotów na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych strefy euro ze względu na lokalizację kontrahenta



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych EBC (*Money Market Study*).

– stabilny, wysoki poziom integracji na koniec okresu (wartości wskaźników oscylujące wokół 0,5 punktu bazowego).

Pomimo braku powszechnie przyjętych kryteriów liczbowych określających, jakie wartości wskaźników opartych na cenach sugerowałyby pełną integrację rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych², zróżnicowanie wartości wskaźników dla poszczególnych terminów zapadalności oraz obserwowana dynamika wzrostowa sugeruje, że pełna integracja jeszcze nie nastąpiła. Jednak znikome przeciętne różnice (0,005–0,015%) między oprocentowaniem depozytów międzybankowych w poszczególnych bankach strefy euro świadczą o tym, że osiągnięty stopień integracji tego segmentu jest bardzo wysoki.

Kolejne obserwacje pozwolą stwierdzić, czy zauważone wahnięcie wartości wskaźnika w przypadku transakcji *overnight* było wyjątkowo gwałtowną, przejściową korektą, czy może zapowiedzią pewnego zmniejszenia stopnia i (lub) stabilności integracji rynku niezabezpieczonych depozytów jednodniowych. Po zaburzeniach na rynkach finansowych w drugiej połowie 2007 r. można się spodziewać raczej negatywnego scenariusza w odniesieniu do wartości wskaźnika,

czyli zmniejszenia stopnia integracji. Odnosi się to również – nawet w znacznie większym stopniu – do dłuższych terminów zapadalności, które wiążą się z większym ryzykiem. Zaburzenia płynności spowodowały pojawienie się obaw o sytuację finansową kontrahentów transakcji. Odmienna skala zaangażowania banków poszczególnych krajów strefy euro w produkty powiązane z kredytami *sub-prime* mogła sprawić, że natężenie tych obaw było różne w tych krajach. Tym samym kwotowana dodatkowo premia za ryzyko mogła w strefie euro wzrosnąć niesymetrycznie, powodując ewentualne zwiększenie odchylenia standardowego oprocentowania transakcji niezabezpieczonych pomiędzy poszczególnymi członkami strefy euro.

Opisany efekt może być potęgowany przez asymetrię dostępu do informacji o sytuacji finansowej (w tym przypadku głównie o zaangażowaniu w aktywa związane z kredytami *sub-prime*) kontrahentów krajowych i zagranicznych. Asymetria ta może sprawiać, że w sytuacji zaburzeń płynności na rynku banki będą preferowały transakcje z kontrahentami krajowymi, w przypadku których często mogą lepiej oszacować stopień ryzyka. Tym samym transakcje zagraniczne – jako obciążone większą niepewnością – wymagałyby wyższych kwotowań. Wyższe ceny transakcji zagranicznych stanowiłyby bodziec do ograniczania ich wolumenów, czyli w praktyce do pewnego regresu integracji rynku międzybankowego. Należy jednak podkreślić, że poprzez ograniczanie asymetrii dostępu do informacji regulatorzy rynków finansowych są w stanie przeciwdziałać tego typu zjawiskom. Stanowi to wyzwanie między innymi dla EBC, który jest najbardziej zainteresowany integracją rynku pieniężnego strefy euro ze względu na jego główną rolę w mechanizmie transmisji impulsów polityki monetarnej.

Wnioskowanie o integracji rynku pieniężnego jest możliwe również na podstawie wskaźników opartych na ilościach. Należą do nich wskaźniki określające udział transgranicznych transakcji międzybankowych w ich całkowitej wartości lub liczbie. Eliminacja rozmaitych barier zawierania przez banki transakcji zagranicznych powinna przyczyniać się do wzrostu międzynarodowych obrotów wewnątrz strefy euro. Na wykresie 3 przedstawiono strukturę geograficzną obrotów na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych strefy euro w latach 2002–2007³.

³ Dane zawarte w publikacjach EBC: *Euro Money Market Study*, *Euro Money Market Survey*, *Money Market Study*, *The Euro Money Market*, pochodzą od wybranej w celu zapewnienia reprezentatywności grupy 114 banków komercyjnych (85 dla lat 2000–2001) i dotyczą transakcji przeprowadzonych w drugim kwartale każdego z badanych lat. W grupie badawczej – oprócz banków z krajów strefy euro – znajduje się kilkanaście banków z innych krajów UE-15, aktywnych na rynku pieniężnym UGW (są to głównie banki brytyjskie). Przedstawione dane nie uwzględniają transakcji na rynku pieniężnym dokonywanych pomiędzy badanymi bankami a podmiotami nie będącymi bankami komercyjnymi. Celem corocznych badań EBC jest określenie głównych tendencji na rynku pieniężnym strefy euro. Ze względu na stosowaną przez EBC metodologię badawczą dane te nie dają podstaw do określenia absolutnych rozmiarów rynku pieniężnego strefy euro oraz jego poszczególnych segmentów. Szerzej na temat metodologii badawczej stosowanej przez EBC w: ECB (2007a, s. 6–7, 45–47). Szczegółowe i najaktualniejsze dane pozyskiwane podczas corocznych przeglądów rynku pieniężnego (*Money Market Study*), stanowiących podstawę empiryczną wymienionych publikacji, dostępne są na stronie internetowej EBC (<http://www.ecb.int>).

² Punktem odniesienia mogłyby być wartości tych samych wskaźników obliczone dla gospodarek, których rynki pieniężne są uznawane za w pełni zintegrowane. Jest to przedmiotem dalszych badań empirycznych zagadnienia integracji rynków pieniężnych. Poważną przeszkodą mogą być w tym przypadku niedostępność lub nieadekwatność danych statystycznych. Przykładowo na rynku pieniężnym USA, uznawanym za w pełni zintegrowany, najpopularniejszą stawką referencyjną jest londyński LIBOR. Banki amerykańskie stanowią niewielką część panelu kwotującego i jest ich tylko kilka, co podważa możliwość wykorzystania panelu LIBOR do budowy wskaźników opartych na cenach, dotyczących rynku pieniężnego USA. Więcej informacji na temat stawki LIBOR można znaleźć na stronie internetowej <http://www.bba.org.uk>.

W badanym okresie można zauważyć brak znacznych zmian udziału transakcji dokonywanych pomiędzy bankami z różnych krajów UGW w ogólnej wartości wszystkich transakcji – oscylował on wokół 50%. Dane te są w pewnym stopniu zgodne z zauważoną tendencją do spadku dynamiki integracji rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych w ostatnich latach. Wskaźniki oparte na cenach wskazywały jednak, że dynamika wzrostowa, pomimo wyraźnego spowalniania w ostatnich latach i pojawiających się korekt, nadal się utrzymuje. W sytuacji pewnych rozbieżności wskazań tych dwóch grup wskaźników wiążące są wyniki analizy wskaźników opartych na cenach ze względu na wspomagający charakter indykatorów opartych na ilościach.

4.2. Analiza integracji segmentu transakcji repo

Do analizy integracji segmentu transakcji zabezpieczonych (repo i reverse repo) wykorzystano wskaźnik oparty na cenach analogiczny jak w przypadku segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Jednak ze względu na konieczność oparcia wskaźnika na stopie referencyjnej EUREPO, wprowadzonej dopiero w marcu 2002 r., dane do analizy obejmują krótszy okres (kwiecień 2002 – czerwiec 2007 r.) i dotyczą wyłącznie transakcji zawieranych pomiędzy bankami komercyjnymi (wykres 4).

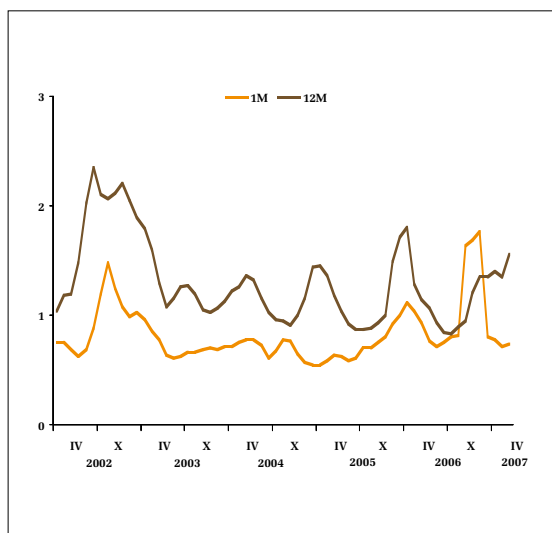
Pomimo braku dostępnych danych statystycznych za okres przed wprowadzeniem stopy EUREPO można przypuszczać, że ewolucja integracji tego segmentu we

wcześniejszych latach była w ogólnym zarysie podobna do zaobserwowanej w segmencie depozytów niezabezpieczonych. Z kolei od kwietnia 2002 r. do czerwca 2007 r., pomimo znacznych niekiedy wahań wartości wskaźnika dla poszczególnych miesięcy, można zaobserwować stabilizację poziomu integracji segmentu transakcji zabezpieczonych. Przeciętna wartość wskaźnika dla dwunastomiesięcznego terminu zapadalności wyniosła w tym okresie 1,30 punktów bazowych. W przypadku jednomiesięcznego terminu zapadalności przeciętna wartość była niższa (0,82 punktów bazowych). Stopa EUREPO nie jest obliczana dla transakcji *overnight*, które – inaczej niż w przypadku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych – mają niewielki udział w obrotach w segmencie transakcji zabezpieczonych w strefie euro.

Porównanie stopni integracji segmentów transakcji *repo* i niezabezpieczonych depozytów międzybankowych jest możliwe dzięki zestawieniu wartości wskaźników integracji dla analogicznych terminów zapadalności. Na wykresie 5 zostały przedstawione różnice pomiędzy ich wartościami w punktach bazowych.

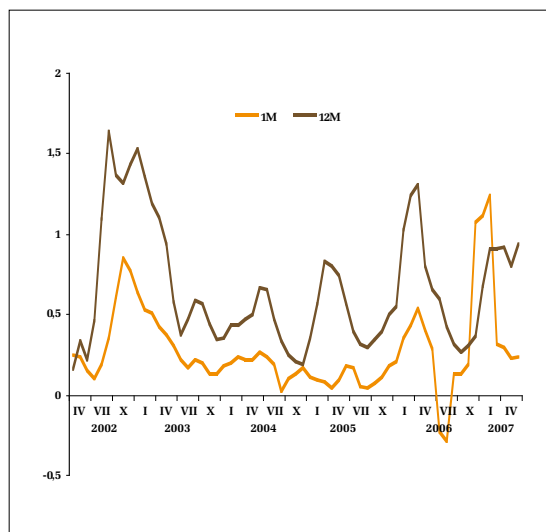
Analiza wykresu 5 potwierdza wnioski z wcześniejszych badań empirycznych przeprowadzonych przez innych autorów – segment transakcji *repo* w strefie euro jest mniej zintegrowany od segmentu depozytów niezabezpieczonych. W przypadku jednomiesięcznego terminu zapadalności odchylenia standardowe oprocentowania

Wykres 4. Odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania międzybankowych transakcji repo w krajach strefy euro na koniec poszczególnych miesięcy w okresie kwiecień 2002 – czerwiec 2007 r. (w punktach bazowych, jako 61-dniowa średnia ruchoma)



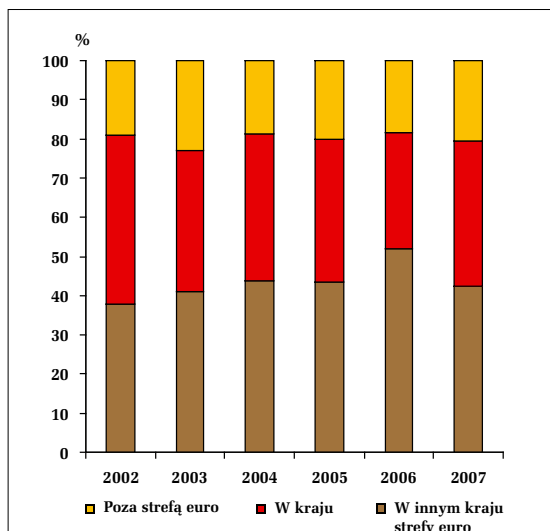
Źródło: dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego.

Wykres 5. Różnice pomiędzy odchyleniami standardowymi przeciętnego oprocentowania międzybankowych transakcji zabezpieczonych i niezabezpieczonych w krajach strefy euro na koniec poszczególnych miesięcy w okresie kwiecień 2002 – czerwiec 2007 r. (w punktach bazowych, jako 61-dniowa średnia ruchoma)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych statystycznych Europejskiego Banku Centralnego.

Wykres 6. Struktura geograficzna transakcji banków strefy euro na rynku repo i reverse repo ze względu na lokalizację kontrahenta



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych EBC (Money Market Study).

owania transakcji zabezpieczonych w okresie kwiecień 2002 – czerwiec 2007 r. były przeciętnie o 0,28 punktów bazowych wyższe niż w przypadku transakcji zabezpieczonych. W przypadku dwunastomiesięcznego terminu zapadalności różnice były jeszcze większe i przeciętnie wynosiły 0,66 punktów bazowych. Należy jednak zauważyć, że pomimo wyższych wartości niż w przypadku transakcji niezabezpieczonych odchylenia standardowe w analizowanym okresie były bardzo niskie. Sugeruje to osiągnięcie wysokiego stopnia integracji w segmencie transakcji *repo*.

Do zbadania struktury geograficznej transakcji *repo* użyto analogicznego wskaźnika opartego na ilościach jak w przypadku transakcji niezabezpieczonych (wykres 6).

Dane za lata 2002–2007 pozwalają zauważyć nieznaczny wzrost udziału transakcji dokonywanych pomiędzy bankami z różnych krajów UGW w ich ogólnej wartości. W 2002 r. transakcje tego rodzaju stanowiły 38% obrotów, a w 2006 r. osiągnęły 52-procentowy udział. Wbrew tej tendencji wzrostowej w 2007 r. wartość wskaźnika spadła do 42%. Dane za lata 2002–2007 – w odróżnieniu od wskaźników opartych na cenach, które sugerują stabilizację osiągniętej integracji – wskazują raczej na nieznaczny wzrost integracji rynku transakcji *repo*.

Osiągnięty w 2007 r. udział transakcji dokonywanych pomiędzy bankami z różnych krajów UGW w ich ogólnej wartości był o 9 punktów procentowych niższy niż w przypadku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Dysproporcja ta jest zgodna z wnioskami z analizy wskaźników opartych na cenach – stopień integracji segmentu transakcji zabezpieczonych jest niższy niż w przypadku segmentu transakcji niezabezpieczonych.

4.3. Analiza integracji segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych

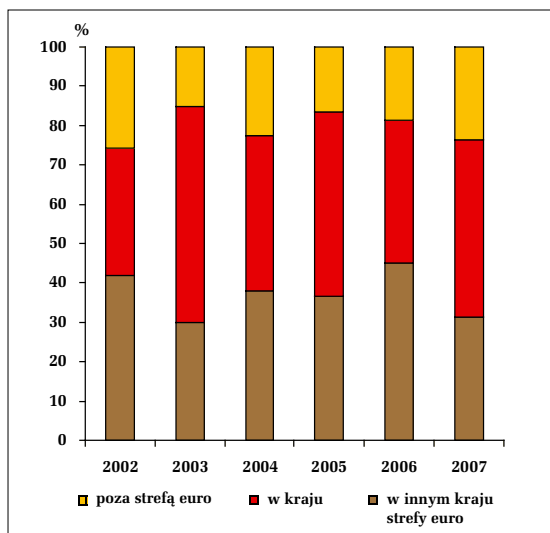
Na podstawie dotychczasowych badań empirycznych, które uwzględniały segment krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych zgodnie wnioskowano, że ten segment rynku pieniężnego strefy euro cechuje się najniższym stopniem integracji. Małą liczbę badań tego segmentu w literaturze przedmiotu tłumaczyć może fakt, że do analizy jego integracji trudno jest wykorzystywać wskaźniki oparte na cenach. Użycie wskaźników tego typu wymaga wyodrębnienia na poszczególnych rynkach krajowych instrumentów finansowych o jednakowych stopach zwrotu, generowanych przepływach pieniężnych i poziomach ryzyka. Tymczasem w przypadku bonów skarbowych stopień ryzyka zależy od sytuacji makroekonomicznej danego kraju, a zwłaszcza od wysokości długu publicznego. Poszczególne kraje członkowskie UGW znacznie różnią się pod tym względem⁴, co uniemożliwia uznanie instrumentów dłużnych emitowanych przez ich rządy za identyczne. W odniesieniu do certyfikatów depozytowych i bonów komercyjnych niemożność wyodrębnienia jednakowych instrumentów wynika z utrzymujących się różnic pomiędzy uregulowaniami prawnymi a praktykami rynkowymi w poszczególnych krajach.

Problematyczność stosowania wskaźników opartych na cenach do analizy integracji segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych skutkuje tym, że w przypadku tego segmentu analiza musi się opierać przede wszystkim na wskaźnikach opartych na ilościach i wskaźnikach instytucjonalnych. Na wykresie 7 przedstawiono strukturę geograficzną transakcji banków strefy euro na rynku wtórnym krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych ze względu na lokalizację kontrahenta w latach 2002–2007.

Inaczej niż w przypadku pozostałych dwóch segmentów rynku pieniężnego w badanym okresie nastąpił istotny spadek udziału transakcji dokonywanych pomiędzy podmiotami z różnych krajów UGW w całości obrotów. W 2002 r. transakcje tego typu stanowiły 42% obrotów ogółem, a w 2007 r. 31%. Wyjątkowo wysoki wynik odnotowano natomiast w 2006 r., kiedy transakcje pomiędzy członkami strefy euro wykazały przejściowy – jak się okazało – wzrost do 45% obrotów ogółem. Uzyskane wartości wskaźników sugerują, że w odróżnieniu od pozostałych dwóch segmentów rynku pieniężnego strefy euro w latach 2002–2007 stopień integracji segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych raczej się zmniejszył. Jednocześnie można zauważyć, że wartość wskaźnika na koniec badanego okresu jest niższa od wartości analogicznych wskaźników dla

⁴ Przykładowo na koniec 2006 r. dług publiczny Luksemburga stanowił 6,6% jego PKB (najniższy poziom w strefie euro), Irlandii – 25,1%, Niemiec – 67,5%, Belgii – 88,2%, Włoch – 106,8% (najwyższy poziom w UGW). Źródło: ECB 2007e, s. 45.

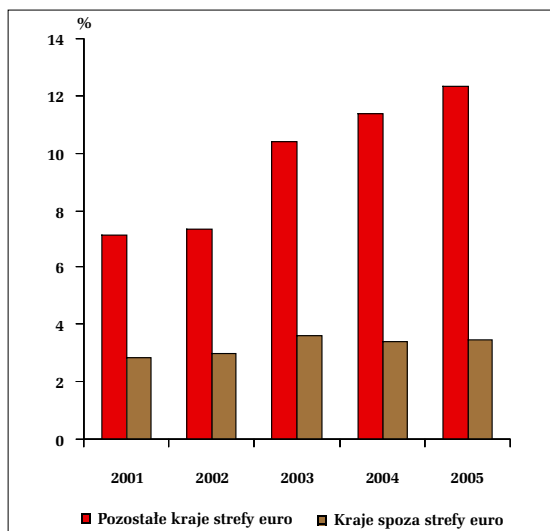
Wykres 7. Struktura geograficzna transakcji banków strefy euro na rynku wtórnym krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych ze względu na lokalizację kontrahenta



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych EBC (Money Market Study).

segmentu transakcji *repo* (o 11 punktów procentowych) i segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych (o 20 punktów procentowych). Daje to przesłankę do stwierdzenia, że analizowany segment jest najslabiej zintegrowaną częścią rynku pieniężnego strefy euro.

Wykres 8. Udział krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych w strefie euro będących w posiadaniu podmiotów z innych krajów (z wyjątkiem banków centralnych)



Źródło: dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego.

Należy zauważyć, że dane przedstawione na wykresie 7 obejmują wyłącznie transakcje między bankami komercyjnymi i opierają się na reprezentatywnej grupie badawczej. Inne wskaźniki, które wykorzystują kompletne dane statystyczne, obejmujące również innych uczestników rynku pieniężnego, prowadzą do zgoła przeciwnych wniosków. Wykres 8 przedstawia udział krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych w strefie euro posiadanych przez podmioty z innych krajów.

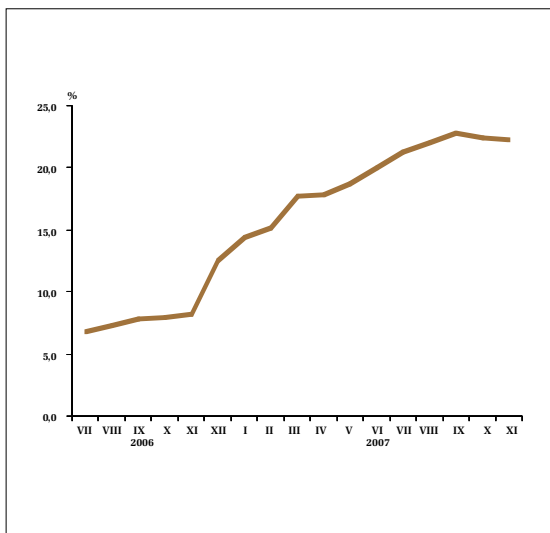
Dostępne dane statystyczne za lata 2001–2005 wskazują, że w portfelach uczestników rynku pieniężnego strefy euro znacznie wzrósł udział papierów wyemitowanych w innych krajach członkowskich UGW. Na koniec 2001 r. udział ten wyniósł 7,2% i po następujących co roku wzrostach doszedł do poziomu 12,3% na koniec 2005 r. Zmiany wartości tych wskaźników integracji sugerują wysoką dynamikę integracji segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w UGW.

Należy zauważyć, że z teoretycznego punktu widzenia wzrost międzynarodowej dywersyfikacji portfeli krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych może być skutkiem zarówno integracji rynków pieniężnych, jak i procesu globalizacji, który oddziałuje na wszystkie światowe rynki (poza gospodarkami autarkicznymi). W przypadku UGW widoczny na wykresie 8 udział papierów wartościowych wyemitowanych w strefie euro w portfelach podmiotów spoza strefy był jednak znacznie niższy i w analizowanym okresie charakteryzował się zdecydowanie mniejszą dynamiką wzrostu. Na koniec 2001 r. wyniósł 2,9% i w kolejnych czterech latach wzrósł jedynie do 3,4%. Można więc stwierdzić, że obserwowany wzrost udziału krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych w strefie euro w portfelach podmiotów z innych krajów strefy jest głównie przejawem postępującego procesu integracji rynków pieniężnych krajów UGW, a tylko w niewielkim stopniu odzwierciedla ogólnoswiatową tendencję do wzrostu współzależności gospodarek narodowych w ramach globalizacji.

Do głównych barier integracji segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w strefie euro zalicza się odmiennosc uregulowań prawnych i praktyk rynkowych w poszczególnych krajach członkowskich UGW. Głównym celem tzw. inicjatywy STEP (*Short-Term European Papers*) jest stworzenie zintegrowanego rynku europejskich krótkoterminowych papierów wartościowych poprzez upodobnianie standardów i praktyk obowiązujących na poszczególnych rynkach krajowych UE⁵. Ujednolicanie regulacji do-

⁵ Zbliżenie standardów i praktyk obowiązujących w poszczególnych krajach UGW powinno również pozwolić na wyodrębnienie identycznych papierów wartościowych do porównania ich cen. Tym samym wyeliminowane zostałyby główne teoretyczne przeszkody stosowania wskaźników opartych na cenach do analizy integracji segmentów certyfikatów depozytowych i bonów komercyjnych w strefie euro. Szczegółowe informacje na temat inicjatywy STEP można znaleźć na stronie internetowej <http://www.stepmarket.org>.

Wykres 9. *Udział papierów STEP w ogólnej wartości krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez podmioty ze strefy euro znajdujących się w światowym obiegu, według stanu na koniec poszczególnych miesięcy*



Uwaga: dane statystyczne pokrywają około 95% emisji dokonanych w strefie euro i obejmują wszystkie waluty.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: ECB 2007d, s. S35; ECB 2008, s. S35; dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego.

tyczących emisji i obrotu instrumentami finansowymi nie tylko stwarza warunki do przyspieszenia integracji rynków pieniężnych, ale – na mocy przyjętej definicji integracji rynków pieniężnych – jest również przejawem tego procesu. Udział papierów STEP w ogólnej wartości znajdujących się w obiegu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych w strefie euro (wykres 9) można traktować jako instytucjonalny wskaźnik integracji tego segmentu rynku pieniężnego.

Pierwsze papiery wartościowe ze znakiem STEP zostały wyemitowane dopiero w połowie 2006 r., więc okres podlegający badaniu jest jeszcze stosunkowo krótki. Mimo to można zauważyć, że w okresie lipiec 2006 – listopad 2007 r. bardzo szybko rósł udział papierów ze znakiem STEP w ogólnej wartości wyemitowanych w strefie euro krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych znajdujących się w obiegu. Na koniec lipca 2006 r. ich udział stanowił 6,8%, a na koniec listopada 2007 roku osiągnął poziom 22,3%. Oznacza to, że w ciągu zaledwie 17 miesięcy ponadtrzykrotnie wzrósł udział krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych podlegających ujednoliconym zasadom emisji i obrotu w światowym obiegu instrumentów tego typu wyemitowanych w strefie euro. Zaobserwowana tendencja świadczy o wysokiej dynamice procesu integracji tego segmentu rynku pieniężnego, cechującego się obecnie najniższym stopniem integracji. Mimo że udział papierów STEP nie stanowi obecnie nawet jednej czwartej wartości papierów znajdujących się w obiegu, utrzymanie

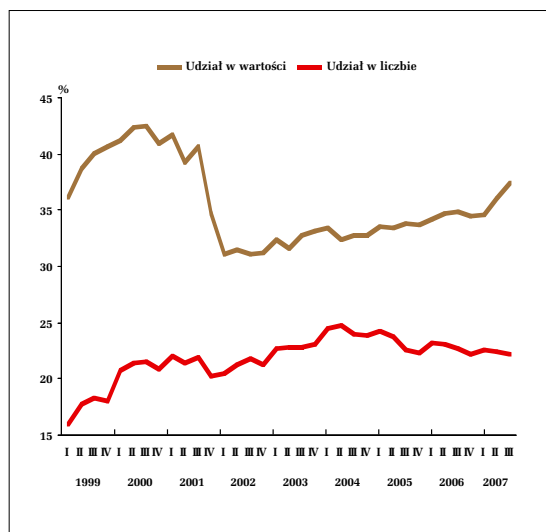
dotychczasowej dynamiki procesu ujednolicania rynku może w ciągu kilku lat wyeliminować bariery prawne i organizacyjne napotymane przez uczestników tego segmentu rynku pieniężnego strefy euro.

4.4. Analiza kształtowania się wskaźników integracji dotyczących całego rynku pieniężnego

Przedstawione we wcześniejszych trzech podrozdziałach wskaźniki integracji odnoszą się wyłącznie do poszczególnych segmentów rynku pieniężnego strefy euro. Do analizy stopnia i dynamiki integracji rynku pieniężnego traktowanego jako całość można również wykorzystać kilka wskaźników ilościowych, które opierają się na syntetycznych danych statystycznych uwzględniających wszystkie segmenty tego rynku. Wskaźnikiem tego typu, opartym na ilościach i często wykorzystywanym w badaniach empirycznych, jest udział transakcji pomiędzy podmiotami z różnych krajów strefy euro w całości rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET. Na wykresie 10 przedstawiono wartości tego wskaźnika w ujęciu ilościowym i wartościowym w okresie styczeń 1999 – wrzesień 2007 r.

Wyniki analizy struktury płatności dokonywanych na rynku pieniężnym za pośrednictwem systemu rozliczeniowego TARGET są ambiwalentne. Udział transakcji transgranicznych w ich ogólnej liczbie do połowy 2004 r. wykazywał tendencję wzrostową, a w kolejnych latach ustabilizował się w przedziale 22–25%. W I kwartale 1999 r. udział transakcji tego typu wynosił 16%, a w ostatnim analizowanym kwartale (III kwartał 2007 r.)

Wykres 10. *Udział transakcji pomiędzy podmiotami z różnych krajów strefy euro w całości rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET*

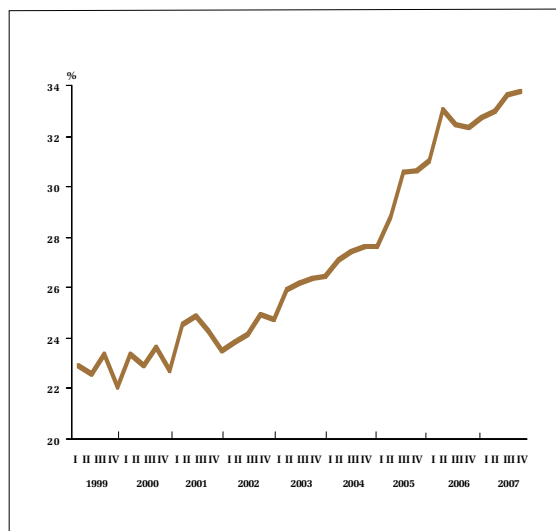


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych statystycznych Europejskiego Banku Centralnego.

kształtował się na poziomie 22,2%. Nieco odmienny był udział transakcji pomiędzy podmiotami z różnych krajów strefy euro w ogólnej wartości płatności dokonywanych za pośrednictwem systemu TARGET. W I kwartale 1999 r. wynosił 36,2%. Po wzrostach w kolejnych kwartałach osiągnął maksimum (42,5%) w III kwartale 2000 r. W następnych kwartałach szybko się obniżał aż do osiągnięcia minimum (31,1%) w III kwartale 2002 r. W następnych latach udział transakcji transgranicznych w ich ogólnej wartości stopniowo wzrastał, osiągając w III kwartale 2007 r. 37,5%. Można zauważyć, że wartość wskaźnika na koniec badanego okresu jest prawie taka sama jak na jego początku.

Na podstawie wykresu 10 można by wnioskować, że struktura ilościowa transakcji dokonywanych za pośrednictwem systemu TARGET świadczy o powolnym zwiększaniu się integracji rynku pieniężnego strefy euro, natomiast struktura wartościowa sugeruje brak postępu w tej dziedzinie w okresie styczeń 1999 – wrzesień 2007 r., pomimo sporych wahań w poszczególnych latach. Zdaniem autora tego opracowania do popularnych w literaturze przedmiotu wskaźników integracji opartych na statystykach transakcji w systemie TARGET należy jednak podchodzić szczególnie ostrożnie. Mimo że TARGET jest obecnie najpopularniejszym systemem rozliczeniowym na rynku pieniężnym UGW, za niższą użytecznością opartych na nim wskaźników przemawia fakt, iż statystyki płatności obejmują w jego przypadku wszystkie transakcje, w tym dokonywane w ramach operacji polityki monetarnej Eurosystemu. Tymczasem wdrażanie decyzji monetarnych Europejskiego Banku Centralnego ma charakter zdecentralizowany i spoczywa na barkach krajowych banków centralnych UGW. Transakcje dokonywane są w ramach polityki monetarnej z uczestnikami rynku pieniężnego przez krajowe banki centralne i w statystykach systemu TARGET są ujmowane jako płatności krajowe. Oznacza to, że na okresowe zmiany udziału transakcji krajowych w płatnościach ogółem w dużym stopniu wpływa aktywność władz monetarnych i że ewentualny spadek udziału transakcji zagranicznych nie musi być spowodowany obniżeniem stopnia integracji rynku pieniężnego. Zwiększenie wiarygodności wskaźników integracji opartych na statystykach transakcji dokonywanych za pośrednictwem systemu TARGET wymagałoby więc wyizolowania z nich wszystkich płatności dokonywanych w ramach operacji polityki pieniężnej Eurosystemu. Poza tym należałoby wyizolować transfery środków pomiędzy poszczególnymi krajowymi bankami centralnymi Eurosystemu, które również są zawarte w zbiorczych statystykach płatności systemu TARGET. Tego typu transakcje powodują wzrost wartości wskaźników udziału transakcji transgranicznych w płatnościach ogółem, mimo że raczej trudno je uznać za przejaw integracji krajowych rynków pieniężnych w strefie euro.

Wykres 11. Udział pożyczek transgranicznych w całości pożyczek udzielonych przez banki komercyjne ze strefy euro innym bankom komercyjnym tego obszaru według stanu bilansowego na koniec poszczególnych kwartałów



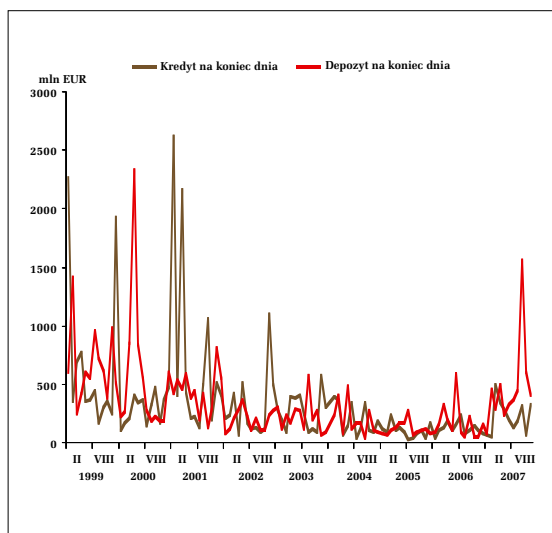
Uwaga: dane obejmują wszystkie waluty (denominowane w euro) oraz wszystkie terminy zapadalności, jednak przeważają w nich pożyczki krótkoterminowe. Źródło: obliczenia własne na podstawie danych statystycznych Europejskiego Banku Centralnego.

Wolny od opisanych wad jest oparty na ilościach wskaźnik integracji określający udział pożyczek transgranicznych w całości pożyczek udzielonych przez banki komercyjne ze strefy euro innym bankom komercyjnym tego obszaru. Wykres 11 obrazuje kształtowanie się wartości tego wskaźnika w okresie styczeń 1999 – wrzesień 2007 r.

W badanym okresie widać wzrost udziału międzybankowych pożyczek transgranicznych w strefie euro w zagregowanej strukturze bilansowej banków komercyjnych. W latach 1999–2000 wartość wskaźnika oscylowała wokół 23%. W kolejnych latach systematycznie rosła, a na koniec III kwartału 2007 r. osiągnęła poziom 33,8%. Zaobserwowany wzrost wartości wskaźnika prawie o 11 punktów procentowych jest przesłanką do stwierdzenia, że integracja rynku pieniężnego strefy euro rosła w badanym okresie.

Do oceny integracji rynku pieniężnego strefy euro można wykorzystać zestawienie zsumowanych operacji Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) na koniec dnia. Wynika to z faktu, że słaba integracja rynku pieniężnego wiązałaby się z nieefektywną dystrybucją płynności na rynku międzybankowym. W takiej sytuacji jedne banki komercyjne odczuwałyby przedłużający się niedobór płynności, podczas gdy inne borykałyby się z problemem nadpłynności finansowej. Ze względu na konieczność utrzymywania rezerw obowiązkowych banki cechujące się w danym okresie niedoborem płynności

Wykres 12. *Miesięczne wartości operacji banku centralnego na koniec dnia przeprowadzonych przez ESBC w okresie luty 1999 – styczeń 2008 r.*

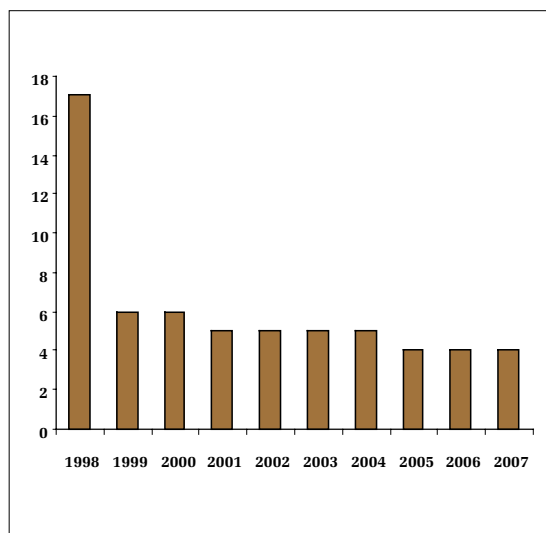


Źródło: dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego.

w momencie rozliczania się z przeciętnej wartości swoich rezerw z ESBC za dany miesiąc byłyby zmuszone do zaciągania kredytu na koniec dnia w banku centralnym. Z kolei banki odznaczające się w danym okresie nadpłynnością, niemożliwą do zlikwidowania na słabo zintegrowanym rynku międzybankowym, składałyby w banku centralnym depozyt na koniec dnia. Taka sytuacja miałaby odzwierciedlenie w statystykach operacji ESBC w postaci równoczesnego, znacznego wykorzystania kredytów i depozytów na koniec dnia w niektórych miesiącach (Ciampolini, Rohde 2000, s. 4).

W przypadku silnej integracji rynku pieniężnego dystrybucja nadwyżek płynności pomiędzy bankami przebiegałaby szybko i efektywnie. Banki komercyjne byłyby w stanie likwidować niedobory płynności poprzez pożyczki na rynku międzybankowym, co wiąże się z reguły z niższymi kosztami niż w przypadku wykorzystania do tego celu instrumentów polityki monetarnej EBC. Dzięki równomiernej dystrybucji płynności na zintegrowanym rynku pieniężnym jej ewentualny niedobór lub nadpłynność w danym okresie miałyby charakter strukturalny i odczułyby go wszystkie banki komercyjne. Taka sytuacja znajdowałaby swoje odzwierciedlenie w statystykach operacji monetarnych ESBC w postaci zwiększonego wykorzystania przez banki komercyjne w pewnych okresach tylko jednego rodzaju operacji na koniec dnia – kredytów albo depozytów. Porównanie zagregowanych miesięcznych wartości depozytów i kredytów na koniec dnia pozwala więc wyciągnąć wnioski co do integracji rynku pieniężnego strefy euro w danym

Wykres 13. *Liczba systemów rozliczania płatności rynku pieniężnego w strefie euro na koniec poszczególnych lat w okresie 1998–2007*



Źródło: dane statystyczne Europejskiego Banku Centralnego.

okresie. Na wykresie 12 zestawiono wspomniane wartości za okres luty 1999 – styczeń 2008 r.

Można zauważyć, że w badanym okresie były miesiące, w których banki komercyjne wyjątkowo intensywnie wykorzystywały operacje ESBC na koniec dnia. Wyraźnie widać, że były to operacje tylko jednego rodzaju – albo kredyty, albo depozyty na koniec dnia. Wyniki te sugerują wysoką integrację rynku międzybankowego UGW, którego obroty stanowią dominującą część rynku pieniężnego.

Zweryfikowanie i uściślenie wniosków wynikających z analizy wykresu 12 jest możliwe dzięki zbadaniu współzależności miesięcznego wykorzystania kredytów i depozytów na koniec dnia w badanym okresie za pomocą współczynnika korelacji liniowej Pearsona. Jednoczesne wykorzystywanie tych operacji przez banki komercyjne w poszczególnych miesiącach skutkowałoby wysoką korelacją między ich zagregowanymi wartościami. I odwrotnie – gdyby znaczne wykorzystanie notowane w pewnych miesiącach odnosiło się wyłącznie do jednego z dwóch instrumentów, korelacja byłaby niska.

Wartość współczynnika korelacji liniowej Pearsona za okres luty 1999 – styczeń 2008 r. wyniosła 0,18. Wartość ta jest stosunkowo bliska zera, co zgodnie z teorią statystyki świadczy o bardzo niskiej korelacji lub jej braku (korelacja niewyraźna) między badanymi wartościami (Sobczyk 2002, s. 238–239). Wynik ten potwierdza wcześniejsze wnioski o wysokiej integracji rynku międzybankowego w strefie euro w analizowanym okresie, wypływające z analizy wykresu 12.

Pomocniczym wskaźnikiem instytucjonalnym, wykorzystywanym w niektórych publikacjach do oceny integracji rynku pieniężnego strefy euro, jest kształtowanie się liczby systemów rozliczania płatności w danym okresie. Wychodzi się w tym przypadku z założenia, że im mniejsza jest liczba systemów rozliczania płatności, tym bardziej ujednolicone są zasady zawierania transakcji na rynku pieniężnym i tym mniejsze jest zróżnicowanie barier dostępu do tego rynku w poszczególnych regionach⁶. Wartości tego wskaźnika za lata 1998–2007 przedstawia wykres 13.

Na koniec 1998 r., tuż przed wprowadzeniem wspólnej waluty, w krajach mających przystąpić do trzeciego etapu UGW funkcjonowało 17 systemów rozliczania płatności na rynku pieniężnym. W ciągu roku ich liczba zmalała do sześciu. Do końca badanego okresu trwała dalsza, stopniowa redukcja liczby systemów rozliczeniowych. Na koniec 2007 r. funkcjonowały cztery systemy, z których dwa wyłącznie na swoich rynkach krajowych. Opierając się na założeniach przyjętych do konstrukcji tego wskaźnika, można przyjąć, że ewolucja jego wartości w latach 1998–2007 świadczy o rosnącej integracji rynku pieniężnego strefy euro.

5. Bariery integracji rynku pieniężnego w UGW

Brak pełnej integracji, o którym świadczą wartości wskaźników ilościowych, oraz różnice występujące pod tym względem pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku pieniężnego są skutkami istnienia barier prawnych i (lub) ekonomicznych. Przeprowadzone badania sugerują bardzo wysoką integrację segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych, co pozwala stwierdzić, że w segmencie tym zdecydowana większość barier została już usunięta. Oprócz wprowadzenia wspólnej waluty i wdrażania inicjatyw unijnych związanych z budową jednolitego europejskiego rynku finansowego do osiągnięcia obecnego stopnia integracji tego segmentu przyczyniły się (Hartmann et al. 2003, s. 20; Santillán et al. 2000a, s. 14; 2000b, s. 113):

- sprawne funkcjonowanie wspólnych systemów rozliczania płatności transgranicznych (TARGET i EURO1),
- wprowadzenie nowych, jednolitych stawek referencyjnych EONIA i EURIBOR, które zyskały akceptację większości uczestników rynku,
- wyjątkowa głębokość i płynność segmentu niezabezpieczonych transakcji międzybankowych.

Do zbliżenia się do stanu pełnej integracji powinno się przyczynić planowane na 2008 r. etapowe uruchomienie nowego systemu rozliczeniowego TARGET2, cechującego się:

- lepszym dopasowaniem do potrzeb użytkowników dzięki harmonizacji zakresu i poziomu oferowanych usług za pomocą wspólnej platformy technicznej,
- większą efektywnością kosztową i ujednoliconą taryfą opłat za transakcje krajowe i zagraniczne,
- zdolnością do szybkiej adaptacji do przyszłych zmian, w tym rozszerzeń UE i strefy euro⁷.

Wyniki badań uzyskane dla transakcji *repo* również sugerują, że znaczna część barier integracji tego segmentu została usunięta. Oprócz zmian wspólnych dla całego rynku pieniężnego do wysokiego stopnia osiągniętej integracji segmentu *repo* przyczyniły się wprowadzenie w 2002 r. nowej, jednolitej stawki referencyjnej EUREPO oraz stopniowe usuwanie barier prawnych związanych z transgranicznym obrotem papierami wartościowymi stanowiącymi zabezpieczenie transakcji tego typu. Jednak utrzymujące się jeszcze bariery integracji są większe niż w przypadku segmentu transakcji niezabezpieczonych. Wiążą się one z obrotem papierami wartościowymi. Zalicza się do nich (ECB 2000, s. 41–42; 2002b, s. 65–67; 2007f, s. 3; Galati, Tsatsaronis 2001, s. 4–5; Gaspar, Hartmann 2005, s. 96–97; Santillán et al. 2000a, s. 17–18, 57–63):

A. Zróżnicowanie typów papierów wartościowych stosowanych jako zabezpieczenie transakcji *repo* w poszczególnych krajach.

B. Zróżnicowanie cen i stopni płynności analogicznych papierów wartościowych w poszczególnych krajach.

Odmienne ratingi kredytowe poszczególnych rządów krajów strefy euro powodują zróżnicowanie warunków zawierania transakcji *repo* w zależności od tego, który kraj wyemitował papier wartościowy służący jako zabezpieczenie transakcji. To samo dotyczy odmiennych stopni płynności poszczególnych papierów rządowych.

C. Odmiennej dostępność papierów wartościowych służących jako zabezpieczenie w poszczególnych krajach.

D. Fragmentację infrastruktury rozliczeniowej, która powoduje, że koszt transakcji transgranicznej jest często znacznie wyższy niż transakcji krajowej.

Transakcje transgraniczne są złożone i skomplikowane, co powoduje zwiększenie kosztów, ryzyka i nieefektywności. Liczne badania wskazują, że ceny transakcji transgranicznych w Unii Europejskiej są 2,5–5-krotnie wyższe od cen transakcji międzybankowych w USA. Ich koszt jest z kolei 1,5–4-krotnie wyższy. Strona dokonująca transakcji, której zabezpieczeniem jest koszyk różnych papierów rządowych, musi korzystać z wielu krajowych systemów rozliczeniowych o odmiennych okresach

⁶ Zdaniem autora tego opracowania wymienione założenia są w pewnych warunkach możliwe do podważenia. Można sobie wyobrazić dużą liczbę systemów rozliczania płatności, które nie mają charakteru lokalnego, lecz działają na wszystkich rynkach regionalnych danego obszaru. Zasady zawierania transakcji i bariery dostępu mogą być znacznie ujednolicone poprzez wprowadzenie odpowiednich regulacji na szczeblu wspólnotowym. Systemy mogłyby natomiast zachować swobodę określania cen swoich usług, co sprawiłoby, że na rynku systemów rozliczeniowych nadal działałby mechanizm konkurencji.

⁷ Szczegółowe informacje na temat systemu TARGET2 można znaleźć na stronie internetowej EBC (<http://www.ecb.int>).

funkcjonowania i warunkach dokonywania płatności, mieć w nich odrębne konta i ponosić związane z tym koszty.

E. Odmienność uregulowań prawnych i podatkowych oraz praktyk rynkowych.

Przez długi okres w historii krajowe rynki finansowe rozwijały się odrębnie, wykształcając specyficzne uregulowania i praktyki, które często utrzymują się do dzisiaj. W przypadku transakcji *repo* obejmują one restrykcje dotyczące sprzedaży krótkiej nakładane na inwestorów instytucjonalnych, zakazy posiadania przez nich określonych typów papierów wartościowych, brak tradycji pożyczania papierów wartościowych, odmienne regulacje dotyczące prawa własności, odmienne procedury dotyczące bankructwa. Tego typu różnice są źródłem niepewności dla posiadaczy papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie w transakcjach *repo*. Heterogeniczność rynku *repo* powoduje, że prawo jednej ceny nie obowiązuje na nim w takim stopniu, jak na rynku transakcji niezabezpieczonych.

Omówione bariery integracji segmentu *repo* są również – nawet w większym stopniu – barierami integracji segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, który, jak wynika z przeprowadzonych badań, cechuje się najniższą integracją spośród trzech głównych segmentów rynku pieniężnego strefy euro. Do barier, które utrudniają lub nawet uniemożliwiają zintegrowanie segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w strefie euro, zalicza się (Doran 2006; ECB 2000, s. 42; Santillán et al. 2000a, s. 25–26; 2000b, s. 115–116)⁸:

A. Duże zróżnicowanie uregulowań prawnych, organizacyjnych i praktyk rynkowych dotyczących zasad emisji bonów skarbowych i wtórnego obrotu nimi.

W poszczególnych krajach obowiązują odmienne kryteria przyznawania statusu dealera rynku pieniężnego uprawnionego do pośrednictwa w emisji i obrocie rządowymi papierami wartościowymi. Odnosi się to zarówno do podmiotów krajowych, jak i instytucji zagranicznych, które napotykają w poszczególnych krajach odmienne bariery wejścia na rynek. Emisja bonów skarbowych przeprowadzona jest w różnych państwach za pomocą różnych technik, co wiąże się między innymi z odmiennym wyznaczaniem cen i rozliczaniem przyjętych ofert, różnymi minimalnymi wartościami transakcji i terminami płatności. Wtórny obrót bonami skarbowymi cechuje się istnieniem wielu platform elektronicznych i fragmentacją infrastruktury rozliczeniowej, co utrudnia dokonywanie transakcji transgranicznych.

B. Znaczną odmienną krajowych regulacji prawnych dotyczących certyfikatów depozytowych.

Zarówno na poziomie unijnym, jak i krajowym występują duże rozbieżności w definiowaniu certyfikatów depozytowych. Mimo że EBC nie uregulował dotychczas tej kwestii, pozostawiając ją przepisom prawa krajowego, nie wszyscy krajowi ustawodawcy stworzyli w tym celu podstawy prawne. W takich sytuacjach mają zastosowanie przepisy regulujące emisję innych dłużnych papierów wartościowych. W większości krajów strefy euro podstawy prawne emisji certyfikatów depozytowych są zawarte w wielu aktach prawnych – związanych z prawem bankowym, nadzorem nad instytucjami kredytowymi czy publicznym obrotem papierami wartościowymi. Pomiędzy krajowymi uregulowaniami utrzymują się znaczne różnice. Nie wypracowano dotąd jednolitych regulacji co do: instytucji emitującej, okresu zapadalności, minimalnej wartości nominalnej pojedynczego certyfikatu, konieczności prezentacji prospektu emisyjnego, organizacji obrotu wtórnego, zasad rozliczania transakcji, nadzoru nad emisją i obrotem.

C. Znaczne zróżnicowanie rynku bonów komercyjnych pod względem regulacji prawnych, praktyk rynkowych i stopnia jego rozwoju w poszczególnych krajach strefy euro.

Zgodnie z przyjętą w literaturze terminologią krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez sektor prywatny (zarówno banki, jak i podmioty niebędące bankami) określane są mianem papierów komercyjnych⁹. W strefie euro rynek ten znacznie różni się od rynku amerykańskiego nie tylko pod względem głębokości i płynności, ale również stopnia fragmentacji. Jest ona również znacznie wyższa niż w przypadku krajowych rynków członków UGW. Mimo stopniowej integracji rynku papierów komercyjnych w strefie euro ciągle jest on znacznie zróżnicowany. W niektórych krajach rynek ten jest w stadium wczesnego rozwoju, w innych jest bardziej rozwinięty. Przyczyniają się do tego odmienne uregulowania prawne. Niektóre kraje (Belgia, Francja, Irlandia) umieściły w swoich systemach prawnych odrębne akty prawne regulujące emisję i obrót papierami komercyjnymi, podczas gdy inne kraje (np. Finlandia, Hiszpania, Holandia, Niemcy, Włochy) regulują ten rynek za pomocą ogólnych przepisów dotyczących obrotu papierami wartościowymi i prawa cywilnego. Konsekwencją tego stanu rzeczy jest fakt, że również prawne definicje papierów komercyjnych i wiążące się z nimi uprawnienia przysługujące ich posiadaczom są różne w poszczególnych krajach. Kolejne bariery integracji wynikają z odmienności wymogów dotyczących okresów zapadalności, minimalnej wielkości

⁸ Szczegółowe analizy różnic pomiędzy krajowymi regulacjami prawnymi i praktykami rynkowymi w segmencie krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w strefie euro – wykorzystane w tym opracowaniu – można znaleźć w: European Financial Markets Lawyers Group (2002); Przybylska-Kałuścińska (2007, s. 174–277).

⁹ <http://www.investopedia.com>

emisji oraz uprawnionych emitentów. W niektórych krajach emitentami mogą być wszystkie przedsiębiorstwa, w innych uprawnienie to przysługuje jedynie przedsiębiorstwom niefinansowym. Spore różnice występują także w kwestii opodatkowania – w niektórych krajach obowiązują podatek od dochodów kapitałowych, znaczki skarbowe, podatek od posiadania papierów wartościowych bądź różne kombinacje wymienionych obciążeń fiskalnych. Zróżnicowanie odnosi się również do kwestii nadzoru, który może przysługiwać krajowemu bankowi centralnemu lub instytucji powołanej do nadzoru nad papierami wartościowymi.

Podsumowując można stwierdzić, że fragmentacja rynku papierów wartościowych, w tym krótkoterminowych papierów dłużnych, jest największą przeszkodą powstania w pełni zintegrowanego rynku pieniężnego w strefie euro. Podejmowane inicjatywy unijne zmierzające do ujednolicenia tego rynku, w tym program STEP, powinny pozytywnie oddziaływać na jego integrację w najbliższych latach. Momentem przełomowym w sferze harmonizacji rozliczania obrotu papierami wartościowymi może się stać przewidywane utworzenie w ciągu 4–6 lat nowego systemu rozliczeniowego TARGET2-Securities. System ten ma zapewnić harmonizację rozliczeń papierów wartościowych oraz – docelowo – przeprowadzanie rozliczeń gotówkowych i obrotu papierami wartościowymi za pomocą jednej platformy technicznej i wspólnych procedur¹⁰.

6. Podsumowanie i propozycje dalszych badań

Analiza kształtowania się wartości wykorzystanych wskaźników ilościowych pozwala wyciągnąć wnioski odnośnie do dynamiki integracji rynku pieniężnego strefy euro traktowanego jako całość, jak też jego poszczególnych segmentów. Możliwa jest również ocena stopnia integracji poszczególnych segmentów rynku pieniężnego, w szczególności zaś porównanie ich pod tym względem. Jednak pomimo wykorzystania wskaźników ilościowych do oceny stopnia integracji rynku pieniężnego traktowanego jako całość nie można uniknąć pewnej uznaniowości. Do przyczyn tego stanu rzeczy można zaliczyć:

– brak powszechnie przyjętych ilościowych kryteriów oceny poszczególnych wskaźników integracji¹¹,

– wielość istniejących i potencjalnych ilościowych wskaźników integracji oraz metod ich konstrukcji, co powoduje konieczność dokonywania ich arbitralnego wyboru,

– brak ilościowych wskaźników syntetycznych integracji rynku pieniężnego traktowanego jako całość, które pozwalałyby uwzględnić wartości wskaźników odnoszących się do poszczególnych segmentów rynku pieniężnego,

– ograniczenia związane z dostępnością i porównywalnością danych statystycznych, uniemożliwiające wykorzystanie niektórych istniejących i potencjalnych wskaźników¹².

Pomimo opisanego stanu rzeczy wydaje się, że analiza integracji rynku pieniężnego na podstawie wskaźników ilościowych ma niewątpliwą przewagę nad wszelkimi analizami o charakterze jakościowym, których uznaniowość jest z konieczności o wiele większa. Użycie odpowiednich wskaźników ilościowych zapewnia tym samym większą obiektywność oceny. Zapewnienie kwantyfikowalności badanemu zjawisku i uzyskanie wyników w postaci liczbowej – z uwzględnieniem wszystkich zastrzeżeń – ma również większą wartość poznawczą.

Podsumowując wyniki przeprowadzonych w tym opracowaniu badań integracji rynku pieniężnego UGW można wysnuć następujące wnioski:

1. Od czasu utworzenia strefy euro jej rynek pieniężny wykazywał stopniowy wzrost stopnia integracji. Wyjątkowo dynamiczny wzrost integracji krajowych rynków pieniężnych przyszłych członków strefy euro był widoczny w trzech latach poprzedzających jej utworzenie.

2. Obecnie rynek pieniężny strefy euro cechuje się wysokim stopniem integracji, o czym świadczą wartości wskaźników dotyczących całego rynku, jak też segmentów niezabezpieczonych depozytów międzybankowych i transakcji *repo*.

3. Proces integracji rynku pieniężnego strefy euro jeszcze się nie zakończył. Świadczą o tym: występująca dynamika wzrostu poziomu integracji, zróżnicowanie integracji poszczególnych segmentów, zróżnicowanie integracji rynków instrumentów o określonych terminach zapadalności w ramach poszczególnych segmentów.

Odnosnie do głównych segmentów rynku pieniężnego UGW wnioski z przeprowadzonych badań są następujące:

1. Segment niezabezpieczonych depozytów międzybankowych osiągnął bardzo wysoki stopień integracji i jest najbardziej zintegrowanym segmentem rynku pieniężnego strefy euro. Stopień jego integracji wykazywał w badanym okresie dodatnią dynamikę, która w ostatnich latach znacznie się zmniejszyła. Wskaźniki oparte na cenach sugerują wyższy stopień integracji w przypadku depozytów o długich terminach zapadalności, a niższy w przypadku depozytów *overnight*. Świadczy to

¹⁰ Więcej informacji na ten temat można znaleźć w: ECB (2007f).

¹¹ Takim kryterium mogłyby być wartości tych wskaźników uzyskane w badaniach gospodarek, których rynki pieniężne uważa się za w pełni zintegrowane. Wymaga to jednak podjęcia decyzji, która gospodarka powinna służyć za punkt odniesienia. Praktyczną przeszkodą takiego rozwiązania jest również fakt, że badania integracji rynku pieniężnego są podejmowane od niedawna i dotychczas dotyczyły z reguły krajów europejskich integrujących się w ramach UE. Brakuje więc publikacji wykorzystujących analogiczne metody badawcze, odnoszących się do innych gospodarek. Sytuacja ta pozostawia pole do dalszych badań nad zagadnieniem integracji rynków pieniężnych.

¹² Skonstruowanie niektórych syntetycznych wskaźników integracji rynku pieniężnego strefy euro jest niemożliwe z powodu niedostępności danych statystycznych pozwalających skwantyfikować wagi jego poszczególnych segmentów.

o tym, że pomimo bardzo wysokiego stopnia integracji segment ten nie jest jeszcze w pełni zintegrowany.

2. Stopień integracji segmentu transakcji *repo* w latach 2002–2007 cechował się stabilnością (co sugeruje wskaźnik oparty na cenach) lub znikomą dodatnią dynamiką (o czym świadczą wartości wskaźnika opartego na ilościach). Obecnie segment ten jest wysoce zintegrowany, jednak nieco słabiej niż segment niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.

3. Segment krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych jest najmniej zintegrowaną częścią rynku pieniężnego UGW. Większość wykorzystanych wskaźników integracji sugeruje, że w ostatnich latach stopień integracji tego segmentu szybko się zwiększał.

Przedstawione w tym opracowaniu wyniki są zgodne z rezultatami wcześniejszych badań prowadzonych przez innych autorów pod względem wychwyconej dynamiki wzrostowej stopnia integracji rynku pieniężnego traktowanego jako całość. Wyniki badań sugerują również takie samo uszeregowanie poszczególnych segmentów rynku pieniężnego pod względem osiągniętego stopnia integracji, jak w przypadku tych badań, które wyszczególniały segmenty rynku pieniężnego i oceniały stopień integracji każdego z nich. Odmienne niż w części dotychczasowych badań są uzyskane wyniki dotyczące stopnia integracji segmentu niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Niektórzy autorzy wyciągnęli wniosek o pełnej integracji tego segmentu, podczas gdy przeprowadzona w tym opracowaniu analiza kształtowania się wskaźników ilościowych prowadzi do wniosku, że segment depozytów międzybankowych cechuje się bardzo silną integracją, ale jeszcze niepełną.

Wykazany za pomocą metod ilościowych brak pełnej integracji rynku pieniężnego strefy euro jest skutkiem istnienia barier prawnych i ekonomicznych. Wśród nich największe znaczenie mają przeszkody związane z fragmentacją rynku papierów wartościowych, zarówno krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, jak i papierów długoterminowych stanowiących zabezpieczenie w transakcjach *repo*. Podejmowane ini-

cyjatywy unijne zmierzające do ujednolicenia rynku papierów wartościowych oraz przewidywane wdrożenie systemu TARGET2-Securities powinny się przyczynić do usunięcia znacznej części istniejących obecnie barier integracji.

Przeprowadzona analiza stopnia i dynamiki integracji rynku pieniężnego strefy euro może być przyczynkiem dalszych badań. W ocenie autora przyszłe badania mogłyby pójść w dwóch kierunkach:

1. Wykorzystanie metod ilościowych w postaci obecnych w literaturze i potencjalnych wskaźników integracji. Dalszy rozwój metodologii badawczej mógłby polegać na opracowywaniu wskaźników umożliwiających porównania z innymi rynkami pieniężnymi, uznawanymi za w pełni zintegrowane. Poważną przeszkodą do pokonania na tej drodze może być niedostępność bądź nieadekwatność danych statystycznych dotyczących poszczególnych gospodarek.

2. Wykorzystanie metod jakościowych. Celem takich badań mogłyby być identyfikacja i szczegółowa analiza barier prawnych i ekonomicznych integracji krajowych rynków pieniężnych w UGW. Wskazane jest, aby w badaniach tego typu uwzględniać opinie uczestników rynków finansowych, gdyż faktyczne bariery integracji bądź ich znaczenie mogą być odmienne, niż zakładają badacze.

Zastosowana w tym opracowaniu metodologia badawcza może być wykorzystana do monitorowania przebiegu procesu integracji rynku pieniężnego strefy euro traktowanego jako całość, jak również jego poszczególnych segmentów. Opracowane wskaźniki mogą być również przydatne do oceny wpływu przyszłych rozszerzeń Unii Gospodarczej i Walutowej o nowe kraje na stopień integracji jej rynku pieniężnego. Mogłyby być użyte do badań integracji innych rynków pieniężnych pod warunkiem zmodyfikowania wykorzystanych wskaźników w celu ich dostosowania do dostępnych danych statystycznych. Wydaje się to istotne w sytuacji występowania w światowej gospodarce tendencji do tworzenia i rozwoju ugrupowań integracyjnych, których zaawansowanym etapem jest unia monetarna.

Bibliografia

- Adam K., Japelli T., Menichini A., Padula M., Pagano M. (2002), *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, CSEF, University of Salerno, Fisciano.
- Baele L., Ferrando A., Hördahl P., Krylova E., Monnet C. (2004a), *Measuring European financial integration*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 20, No. 4, s. 509–530.
- Baele L., Ferrando A., Hördahl P., Krylova E., Monnet C. (2004b), *Measuring financial integration in the euro area*, "Occasional Paper", No. 14, ECB, Frankfurt.
- Cabral I., Dierick F., Vesala J. (2002), *Banking integration in the euro area*, "Occasional Paper", No. 6, ECB, Frankfurt.
- Ciampolini M., Rohde B. (2000), *Money market integration: A market perspective*, ECB Conference on the Operational Framework of the Eurosystem and Financial Markets, 5–6 May, Frankfurt.

- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Doran D. (2006), *Financial Integration and the Market for Short-Term Paper*, "Quarterly Bulletin", No. 2., Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Dublin.
- ECB (2000), *The euro area one year after the introduction of the euro: Key characteristics and changes in the financial structure*, Monthly Bulletin, January, Frankfurt.
- ECB (2001), *The Euro Money Market*, Frankfurt.
- ECB (2002a), *Euro Money Market Study 2001*, Frankfurt.
- ECB (2002b), *Main features of the repo market in the euro area*, "Monthly Bulletin", October, Frankfurt.
- ECB (2003a), *Money Market Study 2002*, Frankfurt.
- ECB (2003b), *The integration of Europe's financial markets*, "Monthly Bulletin", October, Frankfurt.
- ECB (2004), *Money Market Study 2003*, Frankfurt.
- ECB (2005a), *Euro Money Market Study 2004*, Frankfurt.
- ECB (2005b), *Euro Money Market Survey 2005*, Frankfurt.
- ECB (2005c), *Indicators of financial integration in the euro area*, Frankfurt.
- ECB (2006a), *Indicators of financial integration in the euro area*, Frankfurt.
- ECB (2006b), *The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration*, "Monthly Bulletin", May, Frankfurt.
- ECB (2007a), *Euro Money Market Study 2006*, Frankfurt.
- ECB (2007b), *Euro Money Market Survey 2007*, Frankfurt.
- ECB (2007c), *Financial integration in Europe*, Frankfurt.
- ECB (2007d), *Monthly Bulletin*, October, Frankfurt.
- ECB (2007e), *Statistics Pocket Book*, November, Frankfurt.
- ECB (2007f), *TARGET2-Securities. The Blueprint*, Frankfurt.
- ECB (2008), *Monthly Bulletin*, February, Frankfurt.
- European Financial Markets Lawyers Group (2002), *The Money Market: Legal Aspects of Short-Term Securities*, "Consultation Report", 2 September, <http://www.efmlg.org/Docs/efmlgreport.pdf>
- Galati G., Tsatsaronis K. (2001), *The impact of the euro on Europe's financial markets*, "Working Paper", No. 100, BIS, Basle.
- Gaspar V., Hartmann P. (2005), *The Euro and Money Markets: Lessons for European Financial Integration*, w: A. S. Posen (red.), *The Euro at Five: Ready for a Global Role?*, "Special Report", No. 18, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Hartmann P., Maddaloni A., Manganelli S. (2003), *The euro area financial system: Structure, integration, and policy initiatives*, "Working Paper", No. 230, ECB, Frankfurt.
- Lemmen J. J. G., Eijffinger S. C. W. (1993), *The degree of financial integration in the European Community*, "De Economist", Vol. 141, No. 2, s. 189–213.
- Lemmen J. J. G., Eijffinger S. C. W. (1996), *The Fundamental Determinants of Financial Integration in the European Union*, "Weltwirtschaftliches Archiv", Vol. 132, No. 2, s. 432–456.
- Ogawa E., Kumamoto M. (2007), *Financial Integration of Money Markets in Euro Area Countries*, The International Symposium of Joint Research Study Group "EU Economy", EU Institute in Japan – Tokyo Consortium, 11 September, Tokyo.
- Przybylska-Kapuścińska W. (red.) (2007), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wolters Kluwer Polska, Kraków.
- Pyka I. (red.) (2000), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
- Santillán J., Bayle M., Thygesen C. (2000a), *The impact of the euro on money and bond markets*, "Occasional Paper", No. 1, ECB, Frankfurt.
- Santillán J., Rixtel A. van, Margues D. (2000b), *Main Changes in the Financial Structure of the Euro-Zone since the Introduction of the Euro*, "Financial Market Trends", No. 76, OECD, Paris.
- Sobczyk M. (2002), *Statystyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Aneks. *Metody kalkulacji zastosowanych wskaźników integracji rynku pieniężnego*

Wskaźnik	Wykorzystanie wskaźnika w dotychczasowych publikacjach	Metoda kalkulacji
Wskaźniki cenowe		
Odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych/międzybankowych transakcji <i>repo</i> (jako 61-dniowa średnia ruchoma)	Wskaźnik obliczany przez EBC (2005c; 2006a; 2007c)	$D_t = \sqrt{\frac{1}{n_t} \sum_c (r_{c,t} - r_t)^2},$ gdzie: D_t – średnie odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania w okresie t n_t – liczba członków strefy euro w okresie t r_t – średnia arytmetyczna oprocentowania w strefie euro, obliczana jako średnia arytmetyczna oprocentowania w poszczególnych krajach ($r_{c,t}$) $r_{c,t}$ – średnia arytmetyczna kwotowań ($r_{i,t}^c$) poszczególnych banków z panelu EURIBOR/EUREPO (m_c) z kraju c w okresie t : $r_{c,t} = \frac{1}{m_c} \sum_i r_{i,t}^c,$ Do obliczania odchyleń standardowych za okres przed wprowadzeniem jednolitych stawek EONIA i EUREPO wykorzystywane są dawne krajowe stopy referencyjne rynków pieniężnych obecnych członków UGW.
Różnice pomiędzy odchyleniami standardowymi przeciętnego oprocentowania międzybankowych transakcji zabezpieczonych i niezabezpieczonych (jako 61-dniowa średnia ruchoma)	Wskaźnik opracowany przez autora opracowania	$R_t = D_t^{repo} - D_t^{dep},$ gdzie: R_t – różnica w okresie t D_t^{repo} – odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania międzybankowych transakcji <i>repo</i> w okresie t D_t^{dep} – odchylenie standardowe przeciętnego oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych w okresie t
Wskaźniki oparte na ilościach		
Udział transakcji dokonywanych pomiędzy bankami z różnych krajów UGW w ich ogólnej wartości w segmencie niezabezpieczonych depozytów (<i>repo</i>) krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych	ECB (2001; 2002a; 2003a; 2004; 2005a; 2005b; 2007a; 2007b); Santillán et al. (2000a)	$\frac{\text{wartość transakcji pomiędzy bankami z różnych krajów UGW w danym segmencie}}{\text{wartość wszystkich transakcji międzybankowych w danym segmencie}} \times 100\%$ Źródłem danych do obliczeń są dane statystyczne EBC stanowiące podstawę empiryczną publikacji <i>Euro Money Market Study, Euro Money Market Survey, Money Market Study, The Euro Money Market</i> . Pochodzą one z badań ankietowych grupy 114 banków komercyjnych działających w strefie euro, wybranej w celu zapewnienia reprezentatywności. Oprócz banków z UGW w skład grupy wchodzi kilkanaście banków spoza strefy euro (przede wszystkim z Wielkiej Brytanii). Dane dotyczą transakcji pomiędzy bankami komercyjnymi w drugim kwartale każdego z badanych lat. Nie uwzględniają transakcji na rynku pieniężnym dokonywanych pomiędzy badanymi bankami a podmiotami niebędącymi bankami komercyjnymi. Szerzej na temat metodologii badawczej stosowanej przez EBC w: ECB 2006a, s. 6–7, 45–47.
Udział krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych w strefie euro będących w posiadaniu podmiotów z innych krajów (z wyjątkiem banków centralnych)	Wskaźnik obliczany przez EBC (2006a; 2007c)	$\frac{\sum_{j \neq i} Outstock_{ij,t}}{\sum_i MKT_{i,t} + \sum_i TOutstock_{i,t} - \sum_i TInstock_{i,t}}$ gdzie: i, j – kraje strefy euro $Outstock_{ij,t}$ – wartość papierów wyemitowanych przez podmioty z kraju i i posiadanych przez podmiotów z kraju j w okresie t $MKT_{i,t}$ – kapitalizacja rynku w kraju i w okresie t $TOutstock_{i,t}$ – wartość aktywów zagranicznych ogółem w kraju i w okresie t $TInstock_{i,t}$ – wartość zobowiązań zagranicznych ogółem w kraju i w okresie t

Udział transakcji pomiędzy podmiotami z różnych krajów strefy euro w wartości (liczbie) wszystkich rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET	Cabral et al. (2002); ECB (2006a; 2007c).	$\frac{\text{wartość} / \text{liczba transakcji pomiędzy podmiotami z różnych krajów UGW}}{\text{wartość} / \text{liczba wszystkich transakcji}} \times 100\%$
Udział pożyczek transgranicznych w całości pożyczek udzielonych przez banki komercyjne z UGW innym bankom komercyjnym z UGW (według stanu bilansowego)	Wskaźnik opracowany przez autora opracowania	$\frac{\text{wartość transgranicznych pożyczek międzybankowych udzielonych w obrębie strefy euro}}{\text{wartość wszystkich pożyczek międzybankowych udzielonych w obrębie strefy euro}} \times 100\%$
Zestawienie miesięcznych wartości operacji EBC na koniec dnia	Wskaźnik opracowany przez autora opracowania	Wykorzystanie kredytu banku centralnego na koniec dnia oraz depozytu w banku centralnym na koniec dnia w poszczególnych miesiącach
Korelacja miesięcznego wykorzystania kredytów banku centralnego i depozytów w banku centralnym na koniec dnia	Wskaźnik opracowany przez autora opracowania	Współczynnik korelacji liniowej Pearsona; szerzej w: Sobczyk (2002, s. 238–239)
Wskaźniki instytucjonalne		
Udział papierów STEP w ogólnej wartości znajdujących się w światowym obiegu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez podmioty ze strefy euro	Wskaźnik opracowany przez autora opracowania	$\frac{\text{wartość papierów STEP wyemitowanych przez podmioty z UGW w światowym obiegu}}{\text{wartość wszystkich krótk. dł. pap. wart. wyemitowanych w UGW w światowym obiegu}} \times 100\%$
Liczba systemów rozliczania płatności rynku pieniężnego	Wskaźnik obliczany przez EBC (2006a; 2006b; 2007c)	Liczba systemów rozliczania płatności rynku pieniężnego na koniec danego roku

Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review

Nadmierna pewność siebie w psychologii i finansach – interdyscyplinarny przegląd literatury

*Dorota Skala**

received: 25 September 2007, final version received: 21 January 2008, accepted: 1 February 2008

Abstract

This paper reviews the literature on one of the most meaningful concepts in modern behavioural finance, the overconfidence phenomenon. Overconfidence is presented as a well-developed psychological theory, with main facets comprising miscalibration, better-than-average effect, illusion of control and unrealistic optimism. The primary applications of overconfidence in contemporary finance are analysed, from the perspective of financial markets and corporate behaviour. Experimental studies, formal models and analyses of market data demonstrate that overconfidence at least partially solves some financial market puzzles that cannot be accounted for by standard economic theory. Overconfidence in the corporate context may affect not only a company's internal financing structure, but also its interactions with other market participants through merger and acquisition activity.

Keywords: overconfidence, behavioral finance, investor psychology, financial markets, corporate policies, overconfident investors

JEL: D8, G1, G32, G34

Streszczenie

W artykule przedstawiono przegląd literatury na temat jednej z najważniejszych koncepcji finansów behawioralnych: zjawiska nadmiernej pewności siebie. Nadmierna pewność siebie jest ukazana jako zaawansowana teoria psychologiczna, której głównymi aspektami są: brak kalibracji, efekt lepszy niż przeciętny, iluzja kontroli i nierealistyczny optymizm. Analizowane są zastosowania zjawiska nadmiernej pewności siebie w teorii finansów, w kontekście rynków finansowych i przedsiębiorstw. Badania eksperymentalne, modele teoretyczne i analiza danych rynkowych udowadniają, że nadmierna pewność siebie może być częściowym rozwiązaniem niektórych zagadek rynku finansowego, które nie są wytłumaczalne w ramach konwencjonalnej teorii ekonomicznej. Nadmierna pewność siebie w perspektywie przedsiębiorstw może mieć wpływ nie tylko na wewnętrzną strukturę finansowania tych jednostek, ale również na ich interakcje z innymi uczestnikami rynku poprzez mechanizmy fuzji i przejęć.

Słowa kluczowe: nadmierna pewność siebie, finanse behawioralne, psychologia inwestorów, rynki finansowe, polityka przedsiębiorstw, nadmierna pewność siebie inwestorów

* University of Szczecin, Faculty of Economics and Management, Department of Insurance and Capital Markets, e-mail : dorota.skala@gmx.de

1. Introduction

Economics has been strongly increasing its interdisciplinary character in the recent years, extensively using developments from sociology, psychology and even neurology to better explain economic behaviour of individual agents and whole markets. Nonetheless, the depth of research in all these originally distinct fields makes it very tedious to maintain a full picture of the original idea, without the oversimplifying shortcuts.

In order to warn against such oversimplifications in the area of behavioural finance, we review one of the popular traits studied presently in finance, namely the overconfidence phenomenon. On the intuitive level overconfidence seems a clear concept and this may be the reason for its somewhat scanty definitions used in some behavioural finance research. The aim of this paper is to present overconfidence as a well developed psychological concept, and describe its origins, forms and definitions, as well as to summarise the main applications of overconfidence in the current finance research. Our extensive treatment of overconfidence in the psychological part aims to demonstrate that the nature and reasons for overconfidence continue to be discussed among psychologists, with some of them going as far as to claim that the phenomenon itself does not exist. Thus, applying overconfidence to economic models as a “well-established fact” should be treated with caution, as it seems to be a developing field within psychology itself. In addition, putting together different and distinct measures of overconfidence, which can be found in some of the finance and economics literature, is not necessarily practised by psychologists and from that point of view may represent an important oversimplification. Although “believing we know more than we truly know” and “believing we are better than others” may seem to mean almost the same thing, psychological research sets these two beliefs clearly apart. In our paper we outline the most important aspects of overconfidence found in the psychological literature to avoid similar misconceptions.

Our brief overview of finance research demonstrates that applying even a general concept of overconfidence allows to account for many phenomena in finance that the standard economic theory does not explain. Some examples are excessive trading volumes on financial markets, persisting security misvaluations or unfavourable acquisitions undertaken by some companies. The economic effect of overconfidence on financial markets and companies has been under closer scrutiny for some time now and the studies continue to grow, with the most important ones included into the mainstream of finance research.

The paper is structured as follows: Section 2 provides an overview of the main findings on overconfidence in psychology, dividing it into miscalibration and positive

illusions concepts. We present various definitions of and reasons for overconfidence and review an important discussion on its very existence among psychologists. We conclude this part with a summary of expert calibration, as studied by psychologists. Section 3 describes the main applications of overconfidence in finance research, split between the financial markets and the corporate finance area. Section 4 concludes.

2. Overconfidence in psychology

The term “overconfidence” has been widely used in psychology starting from the 1960s. As researchers in other fields, including economics, have stretched its meaning beyond its original definition, we will try to include in our review the most popular extensions and interpretations of overconfidence that are currently being studied in economics and finance. Overconfidence in psychology is most closely related to the calibration and probability judgment research and the term itself is frequently equalled with one of the forms of miscalibration.¹ The most important extensions to this definition scope, usually applied by economists, are studies of overconfidence in the context of positive illusions, i.e. the better-than-average effect, illusion of control and unrealistic optimism. The review discusses psychological studies on overconfidence separately for each of the above categories, to highlight differences between them, even if economists tend to regard them jointly.

2.1. Overconfidence as miscalibration

In psychology, calibration is usually studied on the basis of general knowledge questions generated by researchers (e.g. comparisons of population sizes of different cities or their geographical position). Experiment participants answer sets of questions and after each particular item (or after a set of questions or at the end of the whole task) have to assess the probability that the given answer (or the whole set) was correct. Appropriate calibration takes place “if over the long run, for all propositions assigned a given probability, the proportion that is true is equal to the probability assigned” (Fischhoff et al. 1977, p. 552). Putting it bluntly, a well-calibrated judge is able to correctly assess the amount of mistakes he makes.

Miscalibration is the difference between the accuracy rate and probability assigned (that a given answer is correct). Overconfidence has been defined as a particular form of miscalibration, for which the assigned probability that the answers given are correct exceeds the true accuracy of the answers. This rough definition of overconfidence as a form of miscalibration

¹ See for example Brenner et al. (1996); Dawes and Mulford (1996); Fischhoff et al. (1977; 1980).

has been widely used by psychologists since the end of the 1970s. An even shorter description was provided by Oskamp (1965) in his analysis of psychologists' clinical judgment, where overconfidence is studied simply as an excess of confidence over accuracy. Oskamp proved that confidence in expressed judgment and accuracy of this judgment lie far apart and they may diverge further, as the confidence of a judge may grow during an evaluation task, while his accuracy remains largely unchanged. He found a significant mismatch between the level of confidence (53%) expressed by clinical psychologists and their diagnosis accuracy rate (28%), which indicated a high degree of overconfidence, defined later by Fischhoff et al. (1980, p. 108) as "an unwarranted belief in the correctness of one's answers".

Oskamp's general conclusions have been specified further in later judgment calibration studies. Overconfidence was found in a series of experiments, including general knowledge questions, by Fischhoff et al. (1977) and it proved especially strong for items where the participants were certain, or almost certain, of being right. Overconfidence prevails even if specific instructions as to the nature of probability and calibration are presented to experiment participants. Introducing financial incentives to reward correct calibration does also not change the picture (Fischhoff et al. 1977). Improved calibration results from instructing participants to consider reasons supporting and opposing chosen hypotheses in the experiment of Fischhoff et al. (1980). Overconfidence diminishes in such a case due to a mixture of two results, a decrease in declared confidence and an increase in the number of correct answers. Important factors influencing the level of overconfidence comprise also the presence (or lack) of clear and rapid feedback, and a repetitive and simple nature of the task, implying that calibration may fluctuate (Lichtenstein et al. 1982; Russo, Schoemaker 1992). Nonetheless, the discussion as to whether overconfidence is a steady trait or a dynamic process subject to manipulation has not yielded conclusive answers to date.

One of the essential concepts in overconfidence research, identified already by Fischhoff et al. (1977), is a so-called "hard-easy effect". This finding demonstrates that overconfidence surfaces mostly in difficult or very difficult tasks, while easy tasks may generate underconfidence (where the proportion of correct answers exceeds expressed probability judgment). The hard-easy effect was strongly confirmed by Lichtenstein et al. (1982) and has been present in most calibration research since then.

The next sub-sections will briefly outline two important discussions among psychologists within the miscalibration area, concerning the reasons for overconfidence and its very existence.

Reasons for overconfidence

Despite extensive research on overconfidence, its origins or reasons for its existence have not been clearly and unanimously defined. Many researchers either take it for granted, or analyse its degree, but its roots are still being debated. Although this seems to be much more an area of interest and further exploration for psychologists, its meaning for other fields (such as economics) is crucial, as only the identification of the origins of overconfidence may allow to find measures mitigating it, or spurring it, if necessary.

Several psychological reasons for overconfidence emerge in the literature. Keren (1997) divides them into cognitive and motivational ones (overconfidence as a self-motivating mechanism). Similarly, Russo and Schoemaker (1992) name cognitive, psychological and motivational areas. Cognitive reasons include biases, which may be alleviated by accelerated and accurate feedback, counter argumentation, or careful consideration of the problem. The motivational side exposes the need to believe in one's efficacy to make progress.

Within the cognitive process, various reasons may lead to the misalignment of confidence and accuracy. Overconfidence may arise due to faults in the process of arriving at answers which are not readily stored in memory, or the erroneous belief that answers are stored in memory, when it is not the case. The reconstructive nature of memory and perception creates room for errors, without the subjects realising them. In addition, the selective nature of memory, bringing the more "salient" items into the foreground, causes further mistakes in generating answers, while leaving the confidence levels unchanged (Fischhoff et al. 1977). There is also no certainty as to when miscalibration arises, be it while forming the confidence judgment or later, while translating that judgment into a probability (Fischhoff et al. 1980).

A partly cognitive and partly motivational reason for overconfidence is a so-called confirmation bias, widely explored in the literature. A confirmation bias arises with the excessive usage of confirming evidence (for a chosen hypothesis) and the negligence of contradictory arguments by experiment participants. The improvement in calibration following a specific instruction to consider both kinds of evidence documented by Fischhoff et al. (1980) strongly supports the role of the confirmation bias in the emergence of overconfidence. In addition, confidence judgments seem to be related primarily to the amount and strength of supporting, rather than contradicting, evidence and the latter has very little, if any, bearing on the confidence judgment formation as such (Fischhoff et al. 1980). The confirmation bias argumentation thus implies that miscalibration is not merely a cognitive mistake during the translation of the confidence judgment into a numerically expressed probability.

The discussion of the reasons for overconfidence also includes the hard-easy effect. Although in most research this effect is a standard finding, some authors claim that in fact (unnaturally) difficult questions are the reason that overconfidence emerges at all and without these no miscalibration is observed.² A more detailed discussion of this can be found in the next sub-section. An already mentioned factor influencing overconfidence is the presence (or lack) of clear, rapid feedback, which in some cases may lead to perfect calibration, such as enjoyed by US weather forecasters (see research quoted in Lichtenstein et al. 1982).

Originating from the faulty cognitive processing, the next important area of potential sources of overconfidence emerges, namely the heuristics and biases argumentation. Discussed in detail by Kahneman and Tversky (1982), it points at three main heuristics that could play important roles in spurring overconfidence, namely:

- the representativeness heuristic,
- the availability heuristic,
- the adjustment and anchoring heuristic.

The representativeness heuristic consists of phenomena such as base-rate neglect (ignoring prior probabilities that directly impact the final probability), sample size neglect (where generalised conclusions are drawn on the basis of very small samples), misconceptions of probability (including the “gambler’s fallacy”, where spinning a roulette wheel is expected to “certainly” result in a “red” after a series of “blacks”), insensitivity to predictability (using rather the favourability of a description than its reliability), illusion of validity (confidence in items matching certain stereotypes, even if their descriptions are unreliable) and, last but certainly not least, failure to appreciate a regression to the mean (assigning various causes to events which in fact are just a regression towards the mean).

The availability heuristic causes people to assess the frequency or probability of an event by the easiness with which they bring to mind similar situations or items. As a result more drastic events will seem more frequent than is really the case, only because they are remembered more vividly due to their drastic character. Illusory correlation is also part of the availability heuristic, where people mistake co-occurrence of events with interdependence between them. Anchoring and adjustment heuristic can be observed when people anchor their initial assessment at some level (which may be completely random) and then adjust the final judgment in relation to this anchor, but the adjustment is usually not sufficient.

Griffin and Tversky (1992) confirm the importance of the representativeness heuristic and the anchoring and adjustment heuristic, concluding from their studies that a role played by the “strength” of evidence (i.e. its “extremeness”) largely exceeds that of its

“weight” (predictive validity, credibility, sample size etc.). Overconfidence emerges when strength is high and weight is low. In a series of studies the authors confirm also the existence of the hard-easy effect, with overconfidence being dramatically high for extremely difficult, “impossible” items.

Some researchers associate differing levels of overconfidence with gender issues, which accommodates the common belief of men being more confident than women given the same level of knowledge. Nonetheless, the link between gender differences and overconfidence has not been unequivocally established. In an attempt to demonstrate that women underestimate their abilities and performance, Beyer (1990) establishes that expectancies have a significant effect on self-evaluations, but the men-women differences in overconfidence itself are not very strong. No significant gender differences are found by Lundeberg et al. (1994) in single item assessments of confidence (as opposed to general confidence studies), with comparable overconfidence emerging for both sexes, especially for wrong answers. Meaningful discrepancies in self evaluation (general evaluation of performance on the whole task) and calibration (evaluation of single items) in specifically masculine tasks performed by men and women are demonstrated by Beyer and Bowden (1997).³ However, the discrepancies between sexes demonstrated by these studies are not dramatic and depend on the context. Despite this, some economists use gender as a proxy for overconfidence in financial tasks, where men are inclined to feel more competent than women (e.g. Barber, Odean 2001) and indeed gender differences are confirmed.

The last, most extreme group of reasons for overconfidence put forward by Gigerenzer et al. (1991), are faulty procedures on the side of researchers studying overconfidence. Gigerenzer et al. reject cognitive or motivational factors influencing or causing overconfidence and attribute it largely to a (biased) structure of the task and its relation to the environment. If this is corrected, calibration will be close to perfect. The major findings of Gigerenzer et al. are presented below.

Overconfidence – fiction or fact?

A heated discussion among psychologists on the sources of overconfidence and its prevalence was started, among others, by Gigerenzer et al. (1991). They constructed a new model of confidence, the probabilistic mental model (PMM) and questioned the very existence of overconfidence. They argued that its foundations were faulty structures of studies rather than true cognitive biases affecting judgments. According to the PMM,

³ A masculine task is a task at which both sexes *believe* that men perform better. Beyer and Bowden (1997) use a sports question set as a masculine task and a show business question set as a feminine task. Other examples of masculine areas cited by Beyer and Bowden (1997) are e.g. mathematics, physics, technical problems etc.

² See for example Gigerenzer et al. (1991); Juslin (1994).

people are good judges of what they know provided this concerns their natural environment. Previous studies would make subjects answer questions that were not representative of their natural environments or, even if they were, researchers hand-picked them so that they were more difficult than it seemed, which caused overconfidence to appear. Overconfidence disappears if questions are chosen randomly and the hard-easy effect does not always prevail. Depending on the task, “overconfidence and the hard-easy effect emerge, disappear, and invert at will” (Gigerenzer et al. 1991, p. 526). Despite the fact that these results were not confirmed by other researchers, the “well-established” nature of overconfidence has been put to further verification.⁴ Random selection of items was experimentally proven by Juslin (1994) to significantly mitigate overconfidence, while including hand-picked questions increased it. The prevalence of overconfidence and the hard-easy effect as a general cognitive bias across domains has been strongly reduced and some results were associated with faulty interpretations of regression effects (Dawes, Mulford 1996). The degree of overconfidence may be modified by the distribution of correct and wrong answers and the methodology of analysing the answer patterns.⁵ A random error component in judgment is introduced in Soll’s (1996) modification of the PMM, where confidence is a function of the validity of information and of the random error. In this model, the interaction between the random error and the environment, as well as unrepresentative questions and biases, all contribute to overconfidence, while the existence of the hard-easy effect is proven experimentally, contrary to Gigerenzer’s original findings. Further extensions of Gigerenzer’s methodology comprise an introduction of a stochastic component in judgment, in addition to various forms of errors, and analysing factors like response modes (half-range or full range), the structure of questions and the participants’ learning process (Juslin et al. 1997). A causal relation between the data analysis methodology and subsequent calibration results is demonstrated by Ayton and McClelland (1997), spanning diverse findings from overconfidence as a methodological illusion (Gigerenzer et al. 1991; Juslin 1994), through a strong impact of random error (Soll 1996; Juslin et al. 1997), up to overconfidence as a pervasive effect caused by cognitive biases.

Numerous researchers argued with the above-stipulated illusory nature of overconfidence, proving the existence of miscalibration. Overconfidence may not be “made to disappear” as claimed by Gigerenzer et al. (1991) and Juslin (1994), as long as the questions are difficult enough and thus the hard-easy effect

prevails.⁶ As pointed out by Griffin and Tversky (1992), an important role in spurring overconfidence is played by biases, as people attach more attention to the “strength” of evidence (“extremeness”) rather than to its “weight” (predictive validity, e.g. sample size, credibility of arguments). Strength participates in the cognitive processes at the stage of forming the initial hypothesis and weight is only taken into account to adjust the final answer, but this adjustment is usually not enough to outweigh the mistakes made in forming the initial impression. This is parallel to the processes of anchoring and adjustment proposed by Kahneman and Tversky (1982). Griffin and Tversky (1992) demonstrate that overconfidence could be mitigated if people recognised that evidence they use fits an alternative hypothesis equally well. Overconfidence is found to reach its maximum in single item evaluation and to drastically diminish in assessments of overall task performance. This has been found already by Gigerenzer et al. (1991) and is sometimes used as an argument to reduce the effect of overconfidence as such. However, the case-by-case nature of decision making in general and the diverse bases of single item and overall task performance does not allow to dismiss miscalibration on these grounds. As pointed out by Brenner et al. (1996), single items are evaluated according to arguments for and against a given hypothesis, while an overall judgment is formed on the basis of perception of task difficulty, knowledge of the judge, or past experience with similar tasks. Brenner et al. (1996) experimentally demonstrates that if these evaluations are based on the same evidence, they result in miscalibration being equal.

The misconception of regression effects and their interpretation as overconfidence put forward by Dawes and Mulford (1996) are rejected by Griffin and Vary (1996), which also introduce a differentiation between optimistic overconfidence (belief that our favoured outcome will occur in the future) and overestimation of one’s knowledge (with no favoured hypothesis involved). Aggregation and faulty analysis of data is recognised to affect overconfidence, but it is not sufficient to make it disappear altogether. Questionnaire studies of various professions prove the existence of overconfidence (Russo, Schoemaker 1992), with the exception of US weather forecasters, where calibration is almost perfect. This finding proves the crucial role of accurate, precise and timely feedback in eliminating overconfidence, both in the sense of miscalibration and the better-than-average effect (Russo, Schoemaker 1992).⁷ The analyses of the development of calibration and probability research done by Keren (1991) and Keren (1997) support the hypothesis of robustness of overconfidence and hard-easy effects, despite possible methodological flaws in the process of measuring or assessing calibration.

⁴ Griffin and Tversky (1992) confirm the existence of overconfidence in a general knowledge task with randomly selected questions, representative of the environment.

⁵ Note, however, that Wallsten (1996) does not regard such methodological mistakes as sufficient grounds to reject the existence of miscalibration as such.

⁶ See for example Griffin, Tversky (1992), Brenner et al. (1996).

⁷ For a detailed description of the better-than-average effect see section 2.2.

Similarly, an overview of Klayman et al. (1999) finds that even if question framing, response mode and unsystematic error have all been experimentally found to influence miscalibration and important individual differences between levels of overconfidence emerge, overconfidence as a phenomenon still prevails. More recent meta-studies of overconfidence, including the expert judgment study of Koehler et al. (2002) and the summary of probability calibration of Brenner and Griffin (2004) assume overconfidence as a well-established fact, even if allowing for some criticisms as to the methodology of measuring it or its various causes. Brenner and Griffin (2004) propose their own structure in calibration research, with the main areas being optimistic overconfidence (building on the self-serving bias, the better-than-average effect, unrealistic optimism and illusion of control), confirmatory bias (seeking evidence which confirms only our already formed, original hypothesis), case-based judgment (the heuristics and biases area), ecological models (e.g. Gigerenzer et al. 1991; Juslin 1994) and error models (e.g. Soll 1996). All these fields are seen as possible causes or explanations of miscalibration, with none of the aspects per se being able to fully explain miscalibration. In our paper we use a slightly different approach to overconfidence, similar to the one applied by Glaser and Weber (2007), dividing it into miscalibration and other positive illusions (better-than-average effect, unrealistic optimism and illusion of control). The last area in miscalibration studies, the expert calibration, is shortly described below.

Expert calibration

Apart from the numerous experimental studies on miscalibration of lay people (students answering general knowledge questions), psychologists analysed various professionals with respect to their potential overconfidence. In general, the conclusions here are mixed, depending on the profession and task difficulty. Lichtenstein et al. (1982) found highly differing results, with weak calibration displayed by physicians and excellent calibration showed by US weather forecasters and horse-betting commentators in a UK newspaper. The crucial role of feedback here has already been mentioned earlier in the paper. Griffin and Tversky (1992) find experts better calibrated than lay people if the predictability of a task is high, while experts are much more prone to overconfidence than lay people if it is very low. Juslin (1994) claims that if a task is generated on the basis of an expert's work environment, overconfidence will not emerge. This clearly goes against the findings of Lichtenstein et al. on calibration of physicians. Keren (1997) on the other hand discusses bridge experts calibration, with amateur players showing considerable overconfidence and expert players calibrated almost perfectly. He underlines the difference between accuracy

(usually carefully studied) and resolution (also called discrimination – an ability to judge whether an event will take place or not), as there is no agreement whether these are two forms of expertise or rather two different kinds of expertise⁸. A meta-analysis of expert judgment performed by Koehler et al. (2002) finds mixed results for various professional groups, such as physicians, weather forecasters, lawyers, business professionals and sports experts. Overall, the existence of systemic miscalibration is confirmed, but its strength differs. Little evidence for optimistic bias is found, apart from the situation where the judgments concern the subjects themselves. Generally, probability judgments reflect evidence supporting a given hypothesis (meaning the “strength” of evidence), with little regard to the reliability of that evidence (“weight”) or the base rate of the outcome (prior probability that should be included in the “final” probability). In addition, Koehler et al. (2002) declare that while expertise improves resolution (ability to discriminate between more and less likely events) it does not ensure good calibration (ability to assess a probability of a given outcome in itself).

2.2. Overconfidence as a sign of other positive illusions

Although psychological research primarily concentrates on overconfidence seen as a form of miscalibration, a part of psychological overconfidence studies extends beyond that scope. The main secondary area relates to positive illusions, including the better-than-average effect, unrealistic optimism and illusion of control. Although positive illusions are not in the foreground of psychological debates on overconfidence, their impact is much more pronounced in applied fields, such as economics and finance. Moreover, some studies in economics and finance do not precisely define overconfidence, and do not introduce a distinction between the miscalibration and positive illusions approach. Thus it is important to keep these distinctions in mind for a more thorough understanding of underlying psychological processes and findings that directly influence the agents' behaviour. In the following sections we shortly describe each of the main types of positive illusions, even if despite definitional differences they frequently overlap in theoretical and experimental studies.

Better-than-average effect

Psychological research has established that, in general, people tend to have an unrealistically positive view of themselves. Most of us, when comparing ourselves to a group (of co-students, co-workers, random participants), believe to be superior to an average representative of that group in various fields. On the aggregate level this seems

⁸ This division is also discussed by other authors, e.g. Koehler et al. (2002).

a statistical impossibility. Studies of a so-called “better-than-average effect” attempt to determine whether and to what extent people feel superior to their peers, what reasons this may have and which areas it influences. The better-than-average effect is often included by psychologists in the overconfidence research, but it is certainly overshadowed by miscalibration studies within psychological literature. However, economists have taken the better-than-average effect under closer scrutiny, and it is frequently used as an equivalent of overconfidence as such, with little or no attention paid to the miscalibration phenomenon. In a sense, the better-than-average effect can be seen as a form of miscalibration, where the subjects are not comparing their answers or performance to an “objective” benchmark (e.g. the true size of a city in question) but to their subjective view of the other subjects’ outcome. Thus the main question here is not (or at least, not only) whether the subjects believe their answers to be better than they really are, but if they believe their answers are better than the average answers.

The better-than-average effect may affect various fields of human activities. A well-known study of the better-than-average effect carried out by Svenson (1981) demonstrated that while comparing themselves with others, people generally believe to be more skilful and less risky drivers than an “average” driver, without a prior definition or knowledge on the “average” driving skills. The better-than-average effect, as studied by Taylor and Brown (1988), consists of various factors, such as a belief that positive traits describe us more accurately than an average person, an assessment of others from the perspective of our own positive traits, and a form of a self-serving bias in self-assessment. The self-serving bias analysed by Taylor and Brown (1988) makes people assign more responsibility for success and less for failure to themselves, while others are not given the same credit. The exception to the rule are relatives or close friends, who are also granted the same favourable treatment. Moreover, it may be extended even further to “primitive” groups, implying that even a low level of group integration may result in biased, favourable treatment of group members. An extensive analysis of self-serving biases in the attribution of causality can be found in a meta-study by Miller and Ross (1975). Its primary finding from extensive research indicates that people tend to attribute own success largely to internal reasons (such as knowledge, preparation) rather than external ones (such as luck).

The existence of the better-than-average effect has been proven in various experimental settings. Alicke et al. (1995) study the better-than-average effect as one of self-serving biases allowing people to maintain a relatively high level of self-esteem. The better-than-average effect is found to diminish if the object of comparison is made to be a real person, any real person,

about whom no further information is produced. This reduction is more marked if a personal contact with the comparison object is established, even if the contact is limited to reading of video recording transcripts. Nonetheless, even if diminished, the better-than-average effect persists. Babcock and Loewenstein (1997) also believe the better-than-average effect to be partly caused by a self-serving bias, the existence of which they prove in numerous experiments and find that it is pertinent and difficult to alleviate. The bias they use is a tendency to be biased towards our own interest and perceive fairness as something which benefits ourselves. As a result, agents believe their contribution to a joint task to be higher than is really the case, and their information processing for outcomes with personal involvement is different than for those of third party involvement.

The existence of the better-than-average effect, similarly to that of miscalibration, has also been questioned in the literature. Its emergence was attributed by Dunning et al. (1989) to the usage of ambiguous definitions in psychological studies (such as e.g. “competence”, “excellence”). Self-descriptions chosen by experiment participants only seem overconfident, or “better than average”, but in fact they are just individual interpretations of a vague definition. Once the definitions are no longer subject to interpretation but are restricted and generated externally, the comparison towards others becomes more accurate. This conclusion of Dunning et al. (1989) may seem plausible, but the important classification as to the acceptance of external and strict definition limits its impact significantly. In most cases people do use personal interpretations of seemingly “objective” traits, and making them accept new definitions, especially if these are less favourable towards themselves, is questionable.

In the financial literature, a recent theoretical study of Benoit and Dubra (2007) questions the claimed irrationality of the better-than-average effect.⁹ The example of driving abilities is used to illustrate their main point, where the population consists of high, medium and low skilled drivers, with respective probabilities of causing an accident of 0, 2/5 and 4/5. The skill levels are accorded randomly, each with the same probability of 1/3. After the first period of driving, drivers assess their skills in comparison to the remaining population and come up with probabilities, derived according to Bayes’ rule, of 5/9 (high skill), 3/9 (medium skill) and 1/9 (low skill). As a result, all drivers with no accident rationally believe that there is a 5/9 chance that they belong to the high skilled part of the population. As 3/5 of the drivers would not have caused an accident, they all have rational grounds to believe to be above average (or mean, as indicated by the authors). The authors proceed to formalise their approach, using a signalling model

⁹ This was pointed out by one of the referees. We are grateful for this suggestion.

framework, where the data is rationalised in various ways depending on the usage of the median or mean beliefs during comparisons to the general population. Although the concept of “apparent overconfidence”, as the authors call it, is very interesting, some assumptions within the model differ from the usual overconfidence framework. Both in the driving skills example and throughout the paper, an assumption of rational learning patterns is assumed, where people update their initial beliefs using Bayes’ rules, after receiving their signals and updating (in a rational pattern). The very important concept of biased self-attribution, mentioned above and discussed further in the financial literature context (e.g. Daniel et al. 1998; Gervais and Odean 2001) is omitted here, while other authors claim it to be an underlying process of forming overconfident beliefs as such. Benoit and Dubra (2007) also make a strong claim that if people have no information about themselves (e.g. on some unknown skill) they will rate themselves as average, which we find somewhat controversial. They also claim that overconfidence cancels out in the large population, as they formally prove the existence of underconfidence for difficult and overconfidence for easy tasks. This stands in clear opposition to the well known hard-easy effect (discussed in section 2.1), where under- and overconfidence surface exactly in the opposite settings. Nonetheless, we believe that the criticism of Benoit and Dubra (2007) constitutes a welcome “rational” direction in the analysis of the better-than-average effect, which should not be taken for granted, neither in the psychological nor financial literature.¹⁰

Although the scope of psychological research on the better-than-average effect is much narrower than that of probability calibration, its application and analysis in the field of economics and finance is more extensive. The relative simplicity of the concept allows straightforward comparisons between data sets, and potential survey studies do not demand an advanced structure, unlike much more detailed questionnaires on miscalibration.

Unrealistic optimism

Unrealistic optimism, or a so-called optimistic bias, is frequently analysed in the context of the better-than-average effect and biased self-attribution. In general, unrealistic optimism towards the future can be seen as an error in evaluating future events, either in the sense of the better-than-average effect (e.g. when all or most people believe their chances of achieving financial success are higher than the “average” person’s) or in absolute terms (when people believe their chance of winning a lottery are higher than the true probability). The shortest definition of several findings in that area could be “The future will be great, especially for me” (Taylor, Brown 1988, p. 197). In his famous paper Weinstein (1980) experimentally

analyses different aspects of people’s optimism towards the future, with participants comparing their chances of a potential fortune or misfortune to an average’ person. People are found to believe that positive events are more likely to happen to them than to others, with the opposite valid for negative events. This effect increases for especially desired occurrences, events with objectively higher probabilities and events perceived to be controllable (such as e.g. passing an exam). People believe that negative experiences would rather affect a subjectively formed (and often wrong) stereotypical “representative”, which obviously they do not resemble. These comparisons clearly overlap with the better-than-average research, with the qualification that they refer to future events. Unrealistic optimism is reduced through a careful re-examination of own and others’ chances and reasons for success, but it does not disappear, which indicates that it is not of a purely motivational origin (reducing anxiety) but may be caused by cognitive errors. The optimistic bias is persistent for both positive and negative events, especially if these are perceived to be controllable and people attach commitment to them or have invested emotionally in them.

Illusion of control

Psychological research and common observation demonstrate that people tend to believe they are able to influence events which in fact are governed mainly, or purely, by chance (Taylor, Brown 1988). An extreme example of this illusion is an insistence on throwing a dice personally as if it could then show a more favourable result. Moreover, if people expect certain outcomes and these outcomes do occur, the participants are prone to assign them to their doing rather than luck, and re-affirm their belief in control over a situation where the only factor is probability.

The existence of illusion of control in purely chance-driven tasks has repeatedly been proven experimentally, with the participants convinced that their skill or past experience can influence the outcome of predicting the result of the task (Langer, Roth 1975). After some result manipulations in a coin-tossing task, Langer and Roth (1975) led rational participants to believe they are able to better predict the outcome of coin-tossing than others and were convinced that their success in predictions was not pure chance, but that they were able to “control” the outcome. If certain factors usually involved in situations depending on skill, such as competition, choice, familiarity or involvement, are introduced into purely chance-driven tasks, individuals will believe they control the tasks more than the probability itself indicates (Langer 1975). Illusion of control is found by Langer (1975) in a variation of experiments on chance-driven tasks, including a participation of a confident or a nervous competitor, choosing lottery tickets or being

¹⁰ See Benoit, Dubra (2007) for further references.

assigned one, engaging in familiar or unfamiliar lotteries or chance games, making own guesses or through a proxy. In all these situations participants are found to express excessive confidence in their control over outcomes of chance-driven tasks. A meta-analysis of Presson and Benassi (1996) documents the prevalence of illusion of control effects across a wide range of studies and experimental variations. Situational variables which were found to increase the illusion of control comprised choice (people value lottery tickets with self-chosen numbers more than those with randomly chosen), outcome sequence (experiment participants receiving positive feedback on a pure chance task in an early stage of the experiment tend to believe their control to be higher than the control of those with positive feedback towards the end of the trial), familiarity with the task, information regarding the outcome of the task and active involvement in the task. Nonetheless, few authors measure illusory control as such and frequently use proxies instead. These proxies include the participants' judgments of their prediction ability, judgments of contingency, willingness to trade lottery tickets, or even participants' confidence on succeeding on a task. Especially this last item makes illusion of control studies closer to overconfidence. Indeed, Presson and Benassi (1996) propose to use the term "illusory judgment" instead, to better convey different effects found in the underlying research, including participants' judgments of their prediction ability. This seems to align more with the overconfidence definitions in term of miscalibration than the effect of illusion of control per se.

To conclude this part, we would like to mention an interesting finding presented by Taylor and Brown (1988) in their study of relations between positive illusions (unrealistically positive self-evaluations, exaggerated perceptions of control and mastery and unrealistic optimism) and mental well-being. The most "realistic" participants, i.e. those scoring lowest on positive illusions, are people with low self-esteem or mildly and severely depressed. They are able to most adequately assess a degree of control they exert over different events and most precisely judge their chances for the future. However, no causality has been established here, so it is not clear whether a positive mood or belief in one's potential, cause positive illusions, or rather if these illusions make us happier. Research on motivation does show that positive beliefs are associated with a higher drive and effort to succeed, and thus they may just constitute a self-fulfilling prophecy. Nonetheless, the authors claim that people distort reality to maintain their positive illusions, including high self-esteem, belief in personal efficacy, control, and optimistic view of the future. If this is truly the case, the role of positive illusions and overconfidence as a whole should not be underestimated, and its impact on economic and financial behaviour in the real-world setting should be carefully studied.

3. Overconfidence in finance

Economists started implementing psychological findings into economic models starting in the 1970s, but the most rapid development of that trend began in the 1990s. Since then, overconfidence has also become a field of interest for economists, mainly in the context of behaviour on financial markets. Overconfidence is defined here usually as an overestimation of one's knowledge or precision of private information, or the interpretation thereof. Alternatively, an underestimation of variance of signals or volatility of asset values are also considered. Some puzzles found on the financial markets, which previously could not be solved using the standard economic theory, were successfully accounted for once overconfidence of investors was assumed. These issues include primarily continuing securities misvaluations, excessive trading volumes and the disposition effect, i.e. a tendency to sell well-performing stocks and to hold on to losing ones. The potential presence of overconfidence on the markets and its persistence in the longer term spurred an on-going discussion on the well-established idea of efficient markets and economic agent rationality. Despite some scepticism among economists on the existence and effect of overconfidence as such, its prevalence on financial markets has been proven repeatedly, through methods ranging from experimental and questionnaire studies to formal models and financial market data.

A field less explored is the existence and possible implications of overconfidence in the corporate finance context. Assuming the prevalence of overconfidence as a common human characteristic, its existence in the corporate environment may not be ruled out. Nonetheless, research on its implications for corporates has developed only very recently and remains a growing field. The limited scope of available data presents some obstacles, and its interpretation does not always provide straightforward answers, unlike the investor trading data from the financial market. The two main directions of overconfidence research in the context of corporate finance are studies of merger and acquisition activities of corporates and analyses of internal corporate financing structures. Corporate mergers and acquisitions have been under academic scrutiny for some time now and numerous researchers suggest that their impact is not necessarily only positive in terms of shareholder gains. This becomes especially interesting nowadays, when large corporate "divorces" start taking place.¹¹ Overconfidence studies follow this critical path and indicate that some mergers may originate from overconfident CEOs overestimating their knowledge or their positive influence on profitability of merged companies, and the result for shareholders can prove

¹¹ For example the split-up of Daimler and Chrysler in 2007.

negative. As to the corporate financial structure, the existing overconfidence research focuses on the optimal proportion of debt versus equity financing of new investments and a possible over-dependence on free cash-flow in that respect. The timing of executing managerial stock options is used as a proxy for overconfidence here, as overconfident managers are prone to believe in their ability to keep the share price rising so they refrain from realising the options they hold. The potentially crucial implications of overconfidence for the performance and risk profile of corporates make this field an important addition to the standard corporate finance models.

3.1. Overconfidence on financial markets

The presence and impact of overconfidence on financial markets is analysed through experimental and questionnaire studies, borrowed from psychology, and through standard economic tools of formal modelling and data analysis. The experimental and questionnaire methodologies face the usual criticisms, including non-representative sampling, small sample size, artificially generated problems and laboratory conditions different from the real-world environment. Nevertheless they allow to outline new research directions and hypotheses, which are subsequently analysed through formal economic modelling and verified by market data analysis. In the following sections we will present overconfidence research referring to financial markets in the context of all of the above tools.

Experimental and questionnaire studies

The existence of overconfidence on financial markets is demonstrated experimentally in varying conditions. Overconfidence of financial experts, including professional traders and investment bankers, proves higher than that of lay men (students) in different experimental tasks (taken from the area of finance) designed by Glaser and Weber (2005). Although personal overconfidence levels across domains and tasks fluctuate, a permanent rank-order is maintained confirming stable individual differences. However, the frequently assumed relation between the two aspects of overconfidence, the miscalibration and the better-than-average effect, is disconfirmed here. On an experimental asset market with varying private information, constructed by Biais et al. (2005), overconfidence of participants is diagnosed through a general knowledge question set. Miscalibrated (overconfident) agents perform worse than their better-calibrated counterparts. In addition, despite the fact that miscalibration itself is approximately the same for both men and women, it reduces trading performance in the experimental market only for men, who turn out to be much more active traders than women. The usual relation originating from investor data, stipulating

that overconfident investors trade more, is not found here.¹² This may be partly due to a narrow definition of overconfidence assumed by Biais et al. (2005), namely the general knowledge miscalibration. This hypothesis is confirmed in Glaser and Weber's (2007) study of a direct relation between investor overconfidence and trading volume, where only the better-than-average effect is demonstrated to correspond with higher trading volumes. Miscalibration, defined here as overly tight probability distributions and underestimation of volatilities, bears no relation to trading volumes. Both facets of overconfidence are measured by Glaser and Weber (2007) through questionnaire studies and are subsequently analysed in conjunction with investor trading data, which is a rare and valuable study of direct links between overconfidence and financial market behaviour. Usually investor overconfidence levels are determined with the use of proxies and, as a result, the direct impact of overconfidence itself can be easily questioned. The prevalence of all overconfidence facets on an individual investor level is confirmed in a large questionnaire study of De Bondt (1998). This consists of the better-than-average effect, the illusion of control and unrealistic optimism, as investors are overly optimistic about the performance of shares they themselves own but not about the level of the stock index in general. Moreover, individual investors are miscalibrated and their confidence intervals as to the variability of security prices are always too narrow. In addition, they underestimate the covariation in returns between their own portfolio and the market index, which again could originate from the better-than-average effect (De Bondt 1998).

The potentially dynamic nature of overconfidence remains one of the unresolved issues in psychology and is also discussed in finance, especially in the context of introducing appropriate incentives spurring or diminishing overconfidence when needed. In an experimental asset market where agents trade one risky asset, Maciejovsky and Kirchler (2002) find the largest overconfidence towards the end of the experiment, when the participants gain more experience and start to rely more heavily on their (overestimated) knowledge. This finding indicates that overconfidence may be subject to modifications, which goes back to the crucial role of clear, rapid feedback in shaping individual overconfidence levels (Russo, Schoemaker 1992).

Theoretical models

In behavioural finance models analysed below, overconfidence is often interpreted as:

- investors overestimating the precision of their information (sometimes more specifically: overestimating

¹² For a more detailed discussion on trading volume and overconfidence please see the sub-section "Financial market data".

private signals and underestimating the public ones),

– and/or investors underestimating risk, which makes them e.g. hold riskier portfolios.

Assuming the existence of such (and similar) facets of overconfidence, they are analysed as to their effects on financial markets, including: excessive trading volumes, trading profitability, short- and long-term asset misvaluations and stock returns. Various scenarios proving the persistence of overconfidence on the market are also frequently modelled.

Odean (1998) assumes that traders, insiders and marketmakers may unconsciously overestimate the precision of their information and rely on it more than is warranted, while traders display the better-than-average effect, evaluating their information as better than that of their peers. Such overconfident market participants cause an increase in the trading volume. The same results are demonstrated by Benos (1998) in his model of an auction market with informed traders, where again the participation of risk-neutral investors overestimating the precision of their information leads to an increased trading volume.¹³ Overconfidence can also lead to larger market depth and volatility (Odean 1998; Benos 1998), as well as higher market efficiency, lower expected results (utility) of traders, market underreaction to new information of rational traders (Odean 1998) and more informative prices (Benos 1998).

There is no consensus as to the effect of overconfidence on trading profits. The speculative trading model with asymmetric information constructed by Kyle and Wang (1997) predicts that overconfident traders with overly tight distribution intervals of private signals may be perceived as trading more aggressively and may make a higher profit than their rational opponents. A similar conclusion is reached by Benos (1998), where despite the fact that both overconfident and rational traders realise each other's propensities (to trade more or less aggressively), the overconfident traders enjoy a "first mover's advantage" and achieve higher individual profits. This does not result from higher risk-taking, but is due to the aggressive trading approach. In the model of De Long et al. (1990) noise traders also achieve higher profits than rational traders, but this is a premium for an increased level of risk they themselves create. De Long et al. (1991) in turn examine noise traders who are overconfident as they underestimate risk and thus the assets they hold are more risky, but earn higher expected returns.

On the other hand, Gervais and Odean (2001) assume overconfident traders realise, on average, lower gains, as they increase both trading volume and volatility, which in turn negatively affect their trading results. Daniel et al. (1998) in their model also demonstrate

that overconfident informed investors are loss-making, on average, but indicate that profits of overconfident traders can in some cases exceed profits of rational investors, and indeed Daniel et al. (2001) make such an assumption.

A broad spectrum of possible overconfidence effects on the security market is analysed by Daniel et al. (1998; 2001). The first model assumes that investors are overconfident only towards private (and not public) signals, similarly to Odean (1998).¹⁴ Daniel et al. (1998) present a complex model of overconfidence and biased self-attribution of investors, where security market under- and overreactions follow – respectively – public and private signals. Such overconfidence effects imply long-run negative autocorrelation in stock returns and excess volatility. Daniel et al. (1998) consider both static and time-varying confidence. Adding a self-attribution bias to the overconfidence effect, makes confidence fluctuate in the model, similarly as in Gervais and Odean (2001).¹⁵ Investor confidence increases after confirming evidence of previous private signals is received. However, if previous private information is disconfirmed, investor confidence falls only slightly, if at all. This results in short-term momentum in security prices (an overreaction), which is reversed in the long run as further public information modifies the stock price back towards the fundamentals. Other issues are also studied within the overconfidence framework, including detailed analysis of volatility around public and private signals and relations between stock misvaluations and selective events announcement effects.

Daniel et al. (2001) present an asset pricing model with overconfidence causing a mispricing of securities in equilibrium. The pricing errors are exploited by some rational market participants through arbitrage, but are not fully eliminated due to risk aversion. The model studies expected future returns on securities as a function of both risk and investor misvaluation. In order to jointly demonstrate the effect of risk aversion, multiple risky securities and arbitrageurs, Daniel et al. (2001) analyse only static overconfidence in a single period, in contrast to the earlier intertemporal model.

Chuang and Lee (2006) put together a complex theoretical model of major findings on overconfidence in behavioural finance and then evaluate it empirically.¹⁶ They provide both theoretical and empirical evidence for their four hypotheses: overconfidence causing investor over- and underreactions to private vs. public information (see Daniel et al. 1998, Odean 1998), experienced market gains resulting in increasingly aggressive trading (e.g. Gervais, Odean 2001; De Long et al. 1991; Kyle and Wang 1997; Benos 1998), persistent excessive volatility being due to excessive trading of overconfident market participants

¹³ Empirical studies of the excessive trading volume using financial market data are discussed in the following section.

¹⁴ Similar assumptions are frequently made in other models, e.g. Hirshleifer and Luo (2001).

¹⁵ The self-attribution bias is another name for the psychological effect of a self-serving bias in self-assessment (described in section 2.2.), where success is attributed to internal reasons (e.g. skill) and failure to external ones (e.g. luck).

¹⁶ See the next sub-section for the description of the empirical part.

(Benos 1998, Daniel et al. 1998; Odean 1998; Gervais, Odean 2001), and overconfident traders underestimating risk (Hirshleifer, Luo 2001 – see below).¹⁷

Persistence of overconfidence on the market in the long term is modelled by various authors through different mechanisms. Fund management companies may promote overconfidence through incentive schemes, to profit from the traders' more aggressive behaviour (Kyle, Wang 1997). Basing on the concepts of informational cascades, herding and group selection, Bernardo and Welch (2001) show how overconfident individuals provide their social groups with valuable information. Such "outsiders" behave against the general "herding" direction of their group, and although this may be to the individuals' detriment, it allows the group to explore possibilities that otherwise would not be considered. Thus groups with a certain proportion of overconfident "entrepreneurs" have an evolutionary advantage over groups with no overconfidence, and overconfidence can survive. Even in the dynamic approach of Gervais and Odean (2001), despite the fact that overconfidence is driven out of the market on an individual basis, it remains present on the aggregate level. The authors assume biased self-attribution, where people attribute success more to their own doing rather than to external factors (such as luck) and overconfidence is allowed to change over time and be influenced by learning. In consequence, originally rational traders may learn to be overconfident in a dynamic process, as they wrongly link their success in forecasting dividends with superior own abilities. At a certain point, however, experienced traders recognise their true abilities, benefiting from frequent, rapid and clear feedback and their individual overconfidence diminishes. Nonetheless, overconfidence on the aggregate level is not driven out of the market, as old, better calibrated traders die or leave the market and new overconfident ones arrive constantly.

Another potential reason for overconfidence persisting on the market is presented by Hirshleifer and Luo (2001). Overconfident traders are more aggressive than their rational counterparts in exploiting mispricings brought about by noise or liquidity traders. As a result, they are more profitable, too. They trade aggressively due to two effects: their underestimation of risk and overestimation of own trading strategies. Even without the underestimation of risk, crucial in De Long et al. (1991), the model of Hirshleifer and Luo (2001) demonstrates that the high profits of overconfident traders would also arise, solely due to the second effect, being simply the overreaction in mean assessments by overconfident investors, making them exploit their information more intensely and thus trading more aggressively. As a result, given a replication of trader types in accordance to the

profitability of their trades, overconfident traders survive in the long run.¹⁸ This conclusion of Hirshleifer and Luo (2001) is strengthened in a dynamic setting, as they assume that overconfident traders learn very little (if at all) from past experiences, due to the already mentioned self-attribution bias. Overconfidence can thus persist even if overconfident traders lose money. Hirshleifer and Luo (2001) hold trader confidence steady also during periods of high profitability. This is unlike the dynamic learning model of Gervais and Odean (2001), where confidence fluctuates depending on trading outcomes, which intuitively seems closer to the reality of financial markets.

Financial market data

Despite the numerous experimental and questionnaire studies, as well as the rapidly developing field of theoretical modelling, it is the analysis of financial market data that has marked a turning point in overconfidence research in finance. The widely quoted works of Terrance Odean and the co-authors (see: Odean 1999; Barber, Odean 2000; 2001), analysing trading data of individual investors taken from a large US brokerage firm, allowed overconfidence to evolve from a neglected psychological side-effect to a widely accepted factor influencing financial markets and investor behaviour. Following Odean's lead, this field of analysis continues to develop, despite the ever-present difficulties in obtaining suitable investment data.

The high turnover rates observed nowadays on world stock exchanges cannot be accounted for by the trading needs of rational investors. In fact, the profitability of active trading may equally be questioned, among other things through the existence of a so-called disposition effect, a tendency to hold on to losing securities and to sell the well-performing ones.¹⁹ Odean (1999) proves this effect on a 1987–1993 data set of 10,000 accounts with trading records obtained from a US brokerage house. He finds that a frequent portfolio turnover not only does not guarantee higher income, but may be detrimental to the final result.

One of the possible explanations for the excessive trading volume in financial markets overall is the overconfidence hypothesis. The fact that trading is excessive can be proven, among others, by the lower performance of active traders in comparison to those who trade less. Such results are demonstrated by Barber and Odean (2000) on the 1991–1997 trading records of over 35,000 US households taken from a nationwide brokerage firm. The accounts with the

¹⁷ All of these items are presented throughout this section (in a slightly different order), and the theoretical part of Chuang and Lee (2006) is largely based on the original models mentioned, so we shall not develop it further.

¹⁸ Hirshleifer and Luo (2001) show that overconfident traders can even fully drive rational peers out of the market, if they display a sufficiently high degree of risk aversion, and there is a large volatility of noise trading or of the underlying security payoff.

¹⁹ The disposition effect and its implications are described in detail by Shefrin and Statman (1985).

highest turnover are the lowest performers. Following down that path, the link between overconfidence and excessive trading volume is established on the same data set by Barber and Odean (2001). Gender is used as a proxy for overconfidence, basing on psychological research stipulating possible higher overconfidence of men, especially in tasks perceived to be masculine.²⁰ Although in fact psychology does not unanimously link gender to overconfidence, Barber and Odean (2001) confirm that overconfident traders (men) in their sample trade more than women. As a result, the performance of men is more hurt by excessive trading.

Chuang and Lee (2006) use data of US listed companies in the period of 1963-2001, to prove a variety of effects of overconfidence on financial markets. They find evidence for overreactions to private and underreactions to public signals, as well as the existence of the short-term momentum and long-term reversal, such as those suggested by Daniel et al. (1998). The assumptions of Gervais and Odean (2001), that trading profits induce overconfident investors to trade more frequently, are also confirmed empirically, both by Chuang and Lee (2006) and by Statman et al. (2003). In addition, Chuang and Lee (2006) provide support for investors displaying a self-attribution bias (putting more weight on their forecasts that prove to be correct, and less on those that turn out wrong), for high market volatility being due to the presence of investor overconfidence, and for overconfident investors being prone to trade more in relatively riskier securities, after experiencing market gains.

An increasing amount of research emerges where overconfidence in financial analysts' forecasts is analysed. The studies are based on large samples in the form of long-running panel data, are recurrent, and therefore distinct from the usually small-scale, targeted questionnaire studies described above. Based on survey data of financial market participants in Germany and using their confidence interval assessments of the stock exchange index DAX six months in advance, Deaves et al. (2005) study overconfidence of financial experts, defined here explicitly as miscalibration. Market participants are not only clearly miscalibrated, but their past success leads to higher overconfidence, both on the individual level and equally on the market as a whole. The same conclusion for individuals is reached by Hilary and Menzly (2006) on a large 1980-1997 sample of financial analyst predictions of corporate quarterly results. These empirical findings are in line with the model of overconfidence as a dynamic process rather than a stable trait (Gervais, Odean 2001). No consensus as to the learning from experience is reached however, as Deaves et al. (2005) do not confirm this, while both Gervais and Odean (2001) and Hilary and Menzly (2006)

find that past experiences allow forecasters to realise their true abilities and adjust their assessments accordingly (even if this adjustment is short-termed only, as in Hilary and Menzly 2006). Friesen and Weller (2006) estimate their theoretical model of overconfidence and cognitive dissonance, defined as a "psychological discomfort that accompanies evidence that contradicts one's prior beliefs or world view" (p. 342), which lies close to the confirmatory bias phenomenon (i.e. a tendency to seek evidence confirming our already formed hypothesis and disregard evidence contrary to our beliefs). Friesen and Weller (2006) formally prove overconfidence of financial analysts, seen as an overestimation of private information value, and verify it empirically using earnings forecasts. Interestingly, analysts seem to accommodate for the cognitive bias in the behaviour of other analysts, but do not apply it to their own forecasts.

3.2. Overconfidence and corporate finance

Overconfidence research concerning financial markets has continued to develop rapidly since the 1990s. Studies of overconfidence in the corporate context, however, are not equally advanced and are much less numerous. An easier access to data sets, such as analysts forecasts, stock market performance and turnover, and their potentially more straightforward interpretation could play a role here. Moreover, an internal nature of decision making within corporate structures make it challenging to separate overconfidence from other factors that affect corporate performance. To date, two main directions in the overconfidence research on corporates have emerged: analysis of mergers and acquisitions and corporate financial structure studies.

Mergers and acquisitions

An early work on the role of overconfidence in mergers and acquisitions (m&a's) by Roll (1986) stipulates that these may not be driven only, or primarily, by potential gains detected by the acquirer, but may result from managerial hubris. Although overconfidence as such is not named explicitly here, managerial hubris understood as "an overbearing presumption of bidders that their valuations are correct" (p. 200) lies very close to later definitions of overconfident traders, who overestimate the precision of their information and are willing to act on it (e.g. Odean 1998). The potential downside of managerial hubris in m&a activities is overpaying for target firms and negative net final effects of acquisitions for combined shareholders, in terms of stock valuation. At the same time, the role of individual, managerial decision-making in m&a's is underlined, building a solid argument against a later theory of Fama (1998) on behavioural anomalies cancelling out in the aggregate on an efficient market. Acquisitions are obviously strongly

²⁰ See Section 2.1. "Reasons for overconfidence" for a description of masculine tasks. Barber and Odean (2001) assume finance to also be a "masculine" area.

driven by company CEOs or management boards at best, which do not have the same potential of cancelling out individual irrationalities as e.g. a population of traders in a financial market. Although Roll himself demonstrates mixed evidence for gains and losses from mergers, the important conclusion that behavioural biases may influence m&a's paves the way for further research. Loosely following Roll's argumentation, Malmendier and Tate (2006) analyse corporate m&a's empirically, using a 1980–1994 data set for nearly 400 US companies. An innovative proxy for overconfidence is constructed, building on the concepts of biased self-attribution (CEOs attribute the success of their companies to their own influence) and the better-than-average effect (they believe their company will perform better than others on the market), with unrealistic optimism and illusion of control coming into play as well. Overconfident CEOs are assumed to delay the execution of stock options they have received (as compensation), because they "overestimate the returns they can generate in their own company" (Malmendier, Tate 2006, p. 1–2). As a result, they believe that the stock price of their company shares will continue to rise. This first measure is completed by a second, more straightforward proxy for overconfidence, namely the press portrayal of CEOs presented in the leading business publications.²¹ Thus identified overconfident CEOs in the sample are empirically proven not only to be more likely to conduct mergers than their rational peers, but the mergers they perform are also prone to be much less favourable. These are for example acquisitions of companies outside the core activities of the acquiring firm, considered in the literature as potentially value-destroying. In addition, overconfident CEOs believe their companies to be undervalued and prefer internal financing, making merger activity dependent on free cash-flow or abundant internal resources.²² Moreover, acquiring firms headed by overconfident CEOs suffer from higher negative price effects on stock prices than their rational counterparts, following merger announcements. As a result, overconfident CEOs not only engage more actively in acquisitions of little, if any, added value for their shareholders, but also possibly pay higher premiums for these bids.

Corporate structure

A frequent reference point in research on overconfidence and potentially biased behaviour in the corporate context is a questionnaire study done by March and Shapira (1987) on risk taking attitudes of managers. Although it does not target overconfidence per se, it demonstrates that managerial decision making diverges significantly from the standard decision making theory. Managers do

not view risk in strictly probabilistic terms and reducing it into a single number is viewed with scepticism. The magnitude of possible loss matters more than its likelihood, and risk in general is approached much more intuitively than implied by standard decision research. On the other hand, managers seem to be under the impression that they are able to, at least partially, control risks and in that respect they view themselves as risk takers rather than gamblers, which can be seen as an illusion of control. At the same time, managers believe they are more risk-seeking than their colleagues, which in conjunction with a view that "good managers have to take risks" demonstrates a clear better-than-average effect.

A striking and very strong presence of overconfidence, mainly in terms of the better-than-average effect and unrealistic optimism, is demonstrated in an experiment on business start-ups performed by Camerer and Lovo (1999). Although the majority of potential business founders recognises that most new businesses fail, they predict their own profit to be positive. As a result, despite the existing and easily available statistics on a high proportion of new business failures, there will always be an excess of start-ups in comparison to market capacity. This is caused by overconfidence of business founders, who strongly believe in their relative skill. The experimental results of Camerer and Lovo (1999) confirm the better-than average effect in the behaviour of most business owners, who forecast negative returns for an average market participant, with themselves being an exception to the rule. Overconfidence becomes even stronger when subjects self-select into skill-related sessions, knowing that other participants of these sessions have self-selected too and thus their peer group "quality" is likely to be high. Camerer and Lovo (1999) name this a "reference group neglect", which potentially prevents people from gathering enough information on a peer group while entering into a competition. Participants are thus insensitive as to whether their competitors are forced to compete or choose to compete. An important implication arises here for hierarchical tournaments, where winners gradually advance to higher levels of competition. Overconfidence on each level is prone to increase, instead of decreasing, as implied by standard rational assumptions. Camerer and Lovo (1999) link the reference group neglect with the "inside view" concept of Kahneman and Lovo (1993). There, the focus lies on own abilities and resources and little attention is paid to statistical data or analysis of similar cases, leading to faulty judgment and biased forecasts.

Unrealistic optimism in a corporate setting is exposed in Heaton's (2002) theoretical model, where overconfident managers "systematically overestimate the probability of good firm performance and underestimate the probability of bad firm performance" (p.33). As a result, optimistic managers believe their company

²¹ The two overconfidence measures are found to correlate and both are used.

²² For the belief of CEOs in undervaluation of their companies, see also the next section.

securities to be undervalued by the market and thus they prefer to finance potential new investments through internal funds, i.e. free cash flow. The availability of free cash flow is regarded to have diverging effects, depending on the corporate setting. It is viewed as positive in cases when in its absence profitable investments would be dropped because of the excessive cost of external financing, wrongly assessed by overconfident managers. On the other hand, overconfident managers also tend to overvalue the firm's future cash flows and investment opportunities, and in the presence of free cash flow they may undertake investments with negative net present value. Free cash flow has a negative impact in this case. Another important prediction later used by other researchers in the overconfidence context is the pecking order of capital structure preferences, which assumes that managers display the strongest preference for internal financing, followed by debt, and then by equity. The bulk of Heaton's (2002) model was empirically verified by Malmendier and Tate (2005) on a corporate panel data for nearly 500 largest US companies between 1980 and 1994. Managerial optimism is extended here to more general overconfidence, defined as an overestimation of own skill (the better-than-average effect) and biased self-attribution. Overconfidence is assessed using a proxy of a delay in stock option execution and additional stock acquisitions by CEOs, which thus reveal that they overestimate a positive influence they personally exert on the value of company share prices in the future. Malmendier and Tate (2005) follow Heaton's (2002) argumentation, stipulating that overconfident CEOs consider the market valuation of their company as too low and restrict external financing through new share issues, so that the existing (undervalued) shares are not diluted any further. The data confirms these hypotheses, and managers identified as overconfident through the delay in stock option execution measure are found to make corporate investments more a function of cash flow than their non-overconfident peers. In consequence, the level of investment in companies with overconfident CEOs depends on the abundance of free cash flow and may be sub-optimal. This is an alternative explanation to the traditional solutions of the problem of investment distortions, namely the misalignment of managerial and shareholder interests and asymmetric information between corporate insiders and the capital market. As a result, standard measures undertaken to mitigate the corporate investment distortions, such as stock- and option-based compensation are unlikely to be effective due to managerial overconfidence (Malmendier, Tate 2005).

Using survey data from CFOs in US corporates for the period 2001–2006, Ben-David et al. (2007) find significant miscalibration in predictions of short-

and long-term stock market returns. The usual results from psychological research are confirmed, as the provided distribution probabilities prove too narrow in comparison with confidence intervals. However, the index constructed by Ben-David et al. (2007) measures overconfidence also in terms of unrealistic optimism rather than purely standard miscalibration, usually understood as an overestimation of one's knowledge. In addition, this optimism is not company-specific, but regards the general performance of the stock market. Stipulations of the dynamic nature of overconfidence (Gervais, Odean 2001; Hilary, Menzly 2006) are confirmed, as better recent performance of the market as a whole and the specific company as such both result in higher confidence of predictions in the subsequent period. Overconfidence grows weakly with age, education and skill but is unrelated to professional experience or gender. Ben-David et al. (2007) also find empirical support for corporate policy assumptions of Heaton (2002) and Malmendier and Tate (2005), as firms of overconfident CFOs are found to behave as if they were undervalued by the market. Corporates employing overconfident CFOs rely more heavily on cash flow, have higher average investment (in particular in acquisition of other firms), hold longer maturities of debt, and perform higher own share repurchasing following a share price decline and lower share issue following a share price increase.

Despite the fact that overconfidence in the corporate context needs further research, the results presented above demonstrate that it may affect profitability and financing structure of companies, as well as their growth through acquisitions, indirectly determining the returns or losses generated by potential shareholders.

4. Conclusion

Stemming from research on calibration and probability, overconfidence has become an important interdisciplinary concept. Its structure and development are currently studied from both a psychological and an economic perspective. Some discussions, as to the origins of overconfidence, its dynamic or stable character and its dependence on the study context, continue in both fields.

The existence of an economic effect of overconfidence on individuals and markets, be it in the context of miscalibration or positive illusions, has been established through both theoretical models and financial data analysis. Puzzles such as excessive trading volumes or security misvaluations on financial markets can be explained at least partly with reference to overconfidence. Even if the degree and direction of the effect of overconfidence on some variables, such as trading profits, are not agreed upon, the phenomenon

itself has been helpful in explaining a significant range of financial market phenomena. Overconfidence in the context of corporate finance has potentially an even larger meaning. The individual character of decision making in companies, on the level of CEOs and management boards, not only allows for personal biases such as overconfidence, but may even strengthen them. In corporates there is no critical mass of other, rational participants with the same degree of power (as e.g. other traders on financial markets) that could cancel out overconfident managerial decisions. As a result, overconfidence could potentially play a much more significant role in the decisions made in the

corporate environment. However, an early stage of research in that field does not yet provide answers to such questions as whether overconfidence effects are positive or negative, or if there exists an “optimal” level of managerial overconfidence, from the point of view of company profits. Although establishing causality proves challenging here, innovative proxies for overconfidence, such as the stock option execution delay proposed by Malmendier and Tate (2005) pave the way for further research. Last but not least, a growing cooperation between psychologists and economists offers more chances to fully draw from both disciplines and build more coherent, common concepts.

References

- Alicke M.D., Klotz M.L., Breitenbecher D.L., Yurak T.J., Vredenburg D.S. (1995), *Personal Contact, Individuation and the Better-Than-Average Effect*, “Journal of Personality and Social Psychology”, Vol. 68, No. 5, pp. 804–825.
- Ayton P., McClelland A. (1997), *How Real is Overconfidence?*, “Journal of Behavioral Decision Making”, Vol. 10, No. 3, pp. 279–285.
- Babcock L., Loewenstein G. (1997), *Explaining Bargaining Impasse: The Role of Self-Serving Biases*, “Journal of Economic Perspectives”, Vol. 11, No. 1, pp. 109–126.
- Barber B., Odean T. (2000), *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, “Journal of Finance”, Vol. 55, No. 2, pp. 773–806.
- Barber B., Odean T. (2001), *Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*, “The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 116, No. 1, pp. 261–292.
- Ben-David I., Graham J.R., Harvey C.R. (2007), *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*, “AFA 2007 Chicago Meetings Paper”, November, <http://ssrn.com/abstract=890300>
- Benoit J-P., Dubra J. (2007), *Overconfidence?*, “MPRA Paper”, No. 6017, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/6017/>
- Benos A.V. (1998), *Aggressiveness and survival of overconfident traders*, “Journal of Financial Markets”, Vol. 1, No. 3–4, pp. 353–383.
- Bernardo A., Welch I. (2001), *On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs*, “Journal of Economics and Management Strategy”, Vol. 10, No. 3, pp. 301–330.
- Beyer P. (1990), *Gender Differences in the Accuracy of Self-Evaluations of Performance*, “Journal of Personality and Social Psychology”, Vol. 59, No. 5, pp. 960–970.
- Beyer S., Bowden E. (1997), *Gender Differences in Self-Perceptions: Convergent Evidence from Three Measures Accuracy and Bias*, “Personality and Social Psychology Bulletin”, Vol. 23, No. 2, pp. 157–172.
- Biais B., Hilton D., Mazurier K., Pouget S. (2005), *Judgemental Overconfidence, self-monitoring and trading performance in an experimental financial market*, “Review of Economic Studies”, Vol. 72, No. 251, pp. 287–312.
- Brenner L.A., Koehler D.J., Liberman V., Tversky A. (1996), *Overconfidence in Probability and Frequency Judgments: A Critical Examination*, “Organizational Behavior and Human Decision Processes”, Vol. 65, No. 3, pp. 212–219.
- Brenner L., Griffin D. (2004), *Perspectives on Probability Judgment Calibration*, in: D.J. Koehler, N. Harvey (eds.), *Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Camerer C., Lovo D. (1999), *Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach*, “American Economic Review”, Vol. 89, No. 1, pp. 306–318.
- Chuang W.-I., Lee B.-S. (2006), *An empirical evaluation of the overconfidence hypothesis*, “Journal of Banking and Finance”, Vol. 30, No. 9, pp. 2489–2515.
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. (1998), *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, “Journal of Finance”, Vol. 53, No. 6, pp. 1839–1885.

- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. (2001), *Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing*, "Journal of Finance", Vol. 56, No. 3, pp. 921–965.
- Dawes R., Mulford M. (1996), *The False Consensus Effect and Overconfidence: Flaws in Judgment or Flaws in How We Study Judgment?*, "Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 65, No. 3, pp. 201–211.
- Deaves R., Luders E., Schroder M. (2005), *The Dynamics of Overconfidence: Evidence from Stock Market Forecasters*, "Discussion Paper", No. 05-83, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim, <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0583.pdf>
- De Bondt W.F. (1998), *A portrait of the individual investor*, "European Economic Review", Vol. 42, No. 3-5, pp. 831–844.
- De Long B.J., Shleifer A., Summers L.H., Waldmann R. (1990), *Noise Trader Risk in Financial Markets*, "Journal of Political Economy", Vol. 99, No. 4, pp. 703–738.
- De Long, B.J., Shleifer, A., Summers, L.H., Waldmann, R. (1991,) *The survival of noise traders in financial markets*, "Journal of Business", Vol. 64, No. 1, pp. 1–19.
- Dunning D., Meyerowitz J.A., Holzberg A.D. (1989), *Ambiguity and Self-Evaluation: The Role of Idiosyncratic Trait Definitions in Self-Serving Assessments of Ability*, "Journal of Personality and Social Psychology", Vol. 57, No. 6, pp. 1082–1090.
- Fama E., (1998), *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, "Journal of Financial Economics", Vol. 49, No. 3, pp. 283–306.
- Fischhoff B., Lichtenstein S., Slovic P. (1977), *Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence*, "Journal of Experimental Psychology", Vol. 3, No. 4, pp. 552–564.
- Fischhoff B., Koriati A., Lichtenstein S. (1980), *Reasons for Confidence*, "Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory", Vol. 6, No. 2, pp. 107–118.
- Friesen G., Weller P.A. (2006), *Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts*, "Journal of Financial Markets", Vol. 9, No. 4, pp. 333–365.
- Gervais S., Odean T. (2001), *Learning to Be Overconfident*, "The Review of Financial Studies", Vol. 14, No. 1, pp. 1–27.
- Gigerenzer G., Hoffrage U., Kleinbolting H. (1991), *Probabilistic Mental Models: A Brunswikian Theory of Confidence*, "Psychological Review", Vol. 98, No. 4, pp. 506–528.
- Glaser M., Weber M. (2005), *Overconfidence of Professionals and Lay Men: Individual Differences Within and Between Tasks?*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=712583
- Glaser M., Weber M. (2007), *Overconfidence and Trading Volume*, "The Geneva Risk and Insurance Review", Vol. 32, No. 1, pp. 1–36.
- Griffin D., Tversky A. (1992), *The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence*, "Cognitive Psychology", Vol. 24, No. 3, pp. 411–435.
- Griffin D., Vary C. (1996), *Towards a Consensus on Overconfidence*, "Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 65, No. 3, pp. 227–231.
- Heaton J.B. (2002), *Managerial Optimism and Corporate Finance*, "Financial Management", Vol. 31, No. 2, p. 33–45.
- Hilary G., Menzly L. (2006), *Does Past Success Lead Analysts to Become Overconfident?*, "Management Science", Vol. 52, No. 4, pp. 489–500.
- Hirshleifer D., Luo G. Y. (2001), *On the survival of overconfident traders in a competitive securities market*, "Journal of Financial Markets", Vol. 4, No. 1, pp. 73–84.
- Juslin P. (1994), *The Overconfidence Phenomenon as a Consequence of Informal Experimenter-Guided Selection of Almanac Items*, "Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 57, No. 2, pp. 226–246.
- Juslin P., Olsson H., Bjorkman M. (1997), *Brunswikian and Thurstonian origins of bias in probability assessment: On the interpretation of stochastic components of judgements*, "Journal of Behavioral Decision Making", Vol. 10, No. 3, pp. 189–209.
- Kahneman D., Lovallo D. (1993), *Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking*, "Management Science", Vol. 39, No. 1, pp. 17–31.
- Kahneman D., Tversky A. (1982), *Heuristics and biases*, in: D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky (eds.), *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Keren G. (1991), *Calibration and probability judgements: Conceptual and methodological issues*, "Acta Psychologica", Vol. 77, No. 3, pp. 217–273.
- Keren G. (1997), *On The Calibration of Probability Judgments: Some Critical Comments and Alternative Perspectives*, "Journal of Behavioral Decision Making", Vol. 10, No. 3, pp. 269–278.
- Koehler D.J., Brenner L., Griffin D. (2002), *The Calibration of Expert Judgment: Heuristics and Biases Beyond the Laboratory*, in: T. Gilovich, D. Griffin and D. Kahneman (eds.), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgement*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Kyle A.S., Wang F.A. (1997), *Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?*, "Journal of Finance", Vol. 52, No.5, pp. 2073–2090.
- Langer E.J., Roth J. (1975), *Heads I Win, Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function of the Sequence of Outcomes in a Purely Chance Task*, "Journal of Personality and Social Psychology", Vol. 32, No. 6, pp. 951–955.
- Langer E.J. (1975), *The Illusion of Control*, "Journal of Personality and Social Psychology", Vol. 32, No. 2, pp. 311–328.
- Lichtenstein S., Fischhoff B., Philips L. (1982), *Calibration of probabilities: The state of the art to 1980*, in: D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky (eds.), *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Lundeberg M., Fox P., Punccohar J. (1994), *Highly Confident but Wrong: Gender Differences and Similarities in Confidence Judgments*, "Journal of Educational Psychology", Vol. 86, No. 1, pp. 114–121.
- Maciejovsky B., Kirchler E. (2002), *Simultaneous over- and underconfidence: Evidence from experimental asset markets*, "Journal of Risk and Uncertainty", Vol. 25, No. 1, pp. 65–85.
- Malmendier U., Tate G. (2005), *CEO Overconfidence and Corporate Investment*, "Journal of Finance", Vol. 60, No. 6, pp. 2661–2700.
- Malmendier U., Tate G. (2006), *Who makes acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction*, <http://www.econ.berkeley.edu/~ulrike/research.html>
- March J., Shapira Z. (1987), *Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking*, "Management Science", Vol. 33, No. 11, pp. 1404–18.
- Odean T. (1998), *Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders Are Above Average*, "Journal of Finance", Vol. 53, No. 6, p. 1887–1934.
- Odean T. (1999), *Do Investors Trade Too Much?*, "American Economic Review", Vol. 89, No. 5, pp. 1279–1298.
- Oskamp S. (1965), *Overconfidence in Case-Study Judgments*, "Journal of Consulting Psychology", Vol. 29, No. 3, pp. 261–265.
- Presson P.K., Benassi V.A. (1996), *Illusion of Control: A Meta-Analytic Review*, "Journal of Social Behavior and Personality", Vol. 11, No. 3, pp. 493–510.
- Roll R. (1986), *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, "Journal of Business", Vol. 59, No. 2, pp. 197–216.
- Russo J., Schoemaker P. (1992), *Managing Overconfidence*, "Sloan Management Review" Vol. 33, No. 2, pp. 7–17.
- Shefrin H., Statman M. (1985), *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, "Journal of Finance", Vol. 40, No. 3, pp. 777–790.
- Soll J.B. (1996), *Determinants of overconfidence and miscalibration: The roles of random error and ecological structure*, "Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 65, No. 2, pp. 117–137.
- Statman M., Thorley S., Vorkink K. (2003), *Investor overconfidence and trading volume*, "AFA 2004 San Diego Meetings Paper", March, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168472
- Svenson O. (1981), *Are We All Less Risky and More Skilful Than Our Fellow Drivers?*, "Acta Psychologica", Vol. 47, No. 2, pp. 143–48.
- Taylor S., Brown J.D. (1988), *Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health*, "Psychological Bulletin", Vol. 103, No. 2, pp. 193–210.
- Wallsten T.S. (1996), *An Analysis of Judgment Research Analyses*, "Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 65, No. 3, pp. 220–226.
- Weinstein N.D. (1980), *Unrealistic Optimism About Future Life Events*, "Journal of Personality and Social Psychology", Vol. 39, No. 5, pp. 806–820.

Steven Brakman, Harry Garretsen, Charles van Marrewijk, Arjen van Witteloostijn, *Nations and Firms in the Global Economy. An Introduction to International Economics and Business*

Review of the book by Steven Brakman, Harry Garretsen, Charles van Marrewijk, Arjen van Witteloostijn, *Nations and Firms in the Global Economy. An Introduction to International Economics and Business*

Cambridge University Press, Cambridge 2006

*Andrzej Cieřlik**

1. Wprowadzenie

Początek XXI wieku przyniósł prawdziwą rewolucję w teorii ekonomii, związaną z odejściem od jednego z najbardziej fundamentalnych założeń ekonomii neoklasycznej – założenia o istnieniu tzw. reprezentatywnej firmy, której zachowanie miało odzwierciedlać zachowanie przeciętnej firmy w gospodarce. W szczególności w ramach tego założenia przyjmowano, że wszystkie firmy należące do danej gałęzi są symetryczne, czyli mają taką samą technologię produkcji, co skutkowało takim samym poziomem produktywności. W rezultacie literatura ekonomiczna przez wiele lat zaniedbywała pojęcie tzw. przewagi konkurencyjnej, będącej domeną pojedynczej firmy, koncentrując się raczej na pojęciu przewag absolutnych lub komparatywnych kształtowanych na poziomie ogólnonarodowym. Odejście od założenia o reprezentatywnej firmie umożliwiło w ostatnich la-

tach zbliżenie poglądów prezentowanych w literaturze z dziedziny ekonomii oraz z dziedziny zarządzania, w której przewaga konkurencyjna firmy odgrywała zawsze bardzo istotną rolę. Zbliżenie obu środowisk wiadać bardzo wyraźnie na przykładzie literatury związanej z ekonomią międzynarodową oraz z biznesem międzynarodowym.

W ekonomii międzynarodowej – ze względu na jej bardzo sformalizowany aparat badawczy oraz do niedawna obowiązujące założenie o symetryczności firm – nacisk tradycyjnie kładziono na charakterystyki krajów oraz gałęzi, a nie poszczególnych firm, których badanie było raczej domeną nauk o zarządzaniu. Taką sytuację miała miejsce zarówno w tradycyjnej teorii handlu zagranicznego opartej na neoklasycznych założeniach: konkurencji doskonałej, stałości przychodów skali oraz jednorodności produktów, jak też w tzw. nowej teorii handlu zagranicznego, które rozluźniła te za-

* Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Warszawski, Katedra Makroekonomii i Teorii Handlu Zagranicznego, email: cieslik@wne.uw.edu.pl

łożenia dzięki wprowadzeniu do teorii handlu zdobyczy teorii organizacji rynku (*industrial organization*) na przełomie lat 70. i 80. ubiegłego wieku. Nowe techniki modelowania, związane z modelowaniem konkurencji niedoskonałej, rosnących przychodów skali oraz zróżnicowania produktów, zapoczątkowały nową falę rozwoju teorii handlu zagranicznego. Zachowały jednak założenie o identyczności firm pod względem technologicznym, co oznaczało takie samo uczestnictwo wszystkich firm w handlu międzynarodowym czy bezpośrednich inwestycjach zagranicznych.

Tymczasem w znacznie mniej sformalizowanej literaturze dotyczącej działalności biznesowej, opartej głównie na studiach przypadków, od dawna było wiadomo, że firmy z danej gałęzi nie są jednorodne. Mają m.in. różne strategie wchodzenia na rynki międzynarodowe, nie tylko poprzez eksport czy bezpośrednie inwestycje zagraniczne, ale również dzięki zakładaniu spółek typu *joint venture* czy udzielaniu licencji firmom lokalnym. Jednak dopiero poprawa dostępu do bardzo szczegółowych baz danych mikroekonomicznych na poziomie firmy jasno pokazała, że takie założenie jest na dłuższą metę nie do utrzymania. W szczególności najnowsze formalne badania empiryczne w dziedzinie ekonomii międzynarodowej, wykorzystujące mikroekonometryczne techniki analizy danych statystycznych, doprowadziły ostatecznie do uzyskania odpowiedzi na wiele ważnych pytań, dotyczących m.in. związku między poziomem technologicznym firmy a jej uczestnictwem w procesach globalizacji gospodarek narodowych poszczególnych państw.

W świetle tych najnowszych badań o charakterze mikroekonomicznym okazało się, że to właśnie firmy o najwyższym poziomie rozwoju technologicznego i najwyższej produktywności są najbardziej skłonne do podejmowania działalności na rynkach międzynarodowych za pośrednictwem eksportu i bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Z kolei firmy o niższym poziomie rozwoju technologicznego i niższej produktywności ograniczają się do działalności na rynkach krajowych, regionalnych lub lokalnych. Badania te umożliwiły również zrozumienie wielu zjawisk na poziomie makroekonomicznym. W szczególności pozwoliły na zakończenie wieloletnich sporów wokół polityki promocji eksportu. W dotychczasowych debatach argumentowano bowiem, że to właśnie promocja eksportu prowadzi do wzrostu produktywności firm poprzez ich wejście na rynki międzynarodowe. Najnowsze badania oparte na danych mikroekonomicznych wyraźnie wskazują jednak, że występuje zjawisko odwrotne, czyli to właśnie firmom, które charakteryzują się dostatecznie wysoką produktywnością, opłaca się wchodzić na rynki zagraniczne, a więc mamy do czynienia z odwrotnym kierunkiem przyczynowości.

Dokonującemu się właśnie na naszych oczach zbliżeniu poglądów w literaturze związanej z ekonomią

międzynarodową i literaturze dotyczącej biznesu międzynarodowego wychodzi naprzeciw najnowsza, pionierska pozycja autorstwa czwórki czołowych holenderskich ekonomistów: Stevena Brakmana, Harry'ego Garretseny, Charlesa van Marewijka oraz Arjena van Witelooostijna pt. *Nations and Firms in the Global Economy. An Introduction to International Economics and Business* wydana przez Cambridge University Press w 2006 r. W elegancki sposób łączy ona dotychczasowy dorobek literatury związanej z ekonomią międzynarodową oraz biznesem międzynarodowym.

2. Ogólna charakterystyka książki

Tradycyjnie w literaturze poświęconej ekonomii międzynarodowej istniała tendencja do podkreślania raczej roli krajów i przewagi absolutnej bądź komparatywnej niż roli firm i przewagi konkurencyjnej w procesach globalizacji. Jednak w ostatnich latach w ekonomii międzynarodowej obserwuje się wzrost roli literatury związanej z mikroekonomiczną teorią organizacji rynku oraz biznesem międzynarodowym. Z kolei w literaturze związanej z biznesem międzynarodowym od dawna podkreślano raczej rolę firm i przewagi konkurencyjnej niż rolę krajów w procesie globalizacji. Jednak od pewnego czasu w literaturze poświęconej biznesowi międzynarodowemu coraz więcej miejsca zaczyna zajmować analiza globalnego otoczenia ekonomicznego, w którym działają przedsiębiorstwa międzynarodowe. Dla przedstawicieli obydwu dyscyplin coraz bardziej oczywiste staje się zatem, że ekonomia międzynarodowa i zarządzanie międzynarodowe są w stosunku do siebie komplementarne, a nie substytucyjne. Zrozumienie tego faktu otworło wiele nowych pól badawczych i w ostatnich latach bardzo zbliżyło do siebie obydwie dyscypliny. Ponieważ te dziedziny wzajemnie się przenikają, autorzy dokonują ich integracji w jednej pozycji książkowej.

W odróżnieniu od typowego podręcznika ekonomii międzynarodowej w recenzowanej książce punktem wyjścia przedstawionej analizy jest firma, jak w literaturze dotyczącej biznesu międzynarodowego, a nie kraj, jak dotychczas w literaturze poświęconej ekonomii międzynarodowej. Takie podejście jest w pełni uzasadnione, ponieważ to właśnie decyzje poszczególnych firm są najważniejszą siłą napędową procesu globalizacji. Ich rezultatem są międzynarodowe przepływy kapitałowe i finansowe oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Z jednej strony decyzje te są odpowiedzią na zmiany w globalnym otoczeniu ekonomicznym, w którym działają te firmy. Otoczenie to w dużym stopniu determinuje polityka rządów oraz organizacji międzynarodowych. Z drugiej strony to właśnie międzynarodowa działalność firm kształtuje otoczenie globalne, w którym one działają. Z tego względu głównym celem analizy zawartej w omawianej książce jest przedsiębiorstwo międzynarodowe.

Przedsiębiorstwa międzynarodowe nie działają jednak w próżni. Wręcz przeciwnie – muszą brać pod uwagę różne aspekty ekonomii międzynarodowej, od wahań kursów walutowych i ograniczeń na rynku kapitałowym do polityki fiskalnej i warunków panujących na lokalnych rynkach pracy w krajach goszczących zagranicznych inwestorów. Powoduje to konieczność integracji różnych aspektów ekonomii międzynarodowej oraz zarządzania międzynarodowego. W recenzowanej książce autorzy omawiają różne siły, z jakimi ma do czynienia firma działająca w globalnym otoczeniu, w tym siły konkurencyjne, które zostają uwolnione dzięki umiędzynarodowieniu działalności firmy. Analizują także, w jaki sposób interakcje pomiędzy tymi siłami wpływają na strukturę organizacyjną firmy, zarządzanie zasobami ludzkimi, a także wiele innych kwestii dotyczących firm, nieomawianych w standardowych podręcznikach ekonomii międzynarodowej. Udzielają również odpowiedzi na wiele pytań dotyczących globalizacji, należących tradycyjnie do domeny ekonomii międzynarodowej.

Przykładowe zagadnienia dotyczące globalizacji omawiane przez autorów są następujące. Dlaczego kraje specjalizują się w produkcji i eksporcie pewnych dóbr i usług, natomiast importują inne? Czy międzynarodowa specjalizacja produkcji jest korzystna dla krajów? Jeśli tak to, w jakich warunkach? Czy istnieją „zwycięzcy” oraz „przegran” w wyniku procesu globalizacji? Jeśli tak, to kim są owi zwycięzcy, a kim przegran? Dlaczego rządy trzymają się uparczywie pewnej polityki dotyczącej kształtowania kursów walutowych, przepływów handlowych czy mobilności kapitału? Autorzy starają się udzielić odpowiedzi na te pytania zarówno z punktu widzenia teorii, jak też z praktycznego punktu widzenia, podając wiele przykładów empirycznych i omawiając liczne studia przypadków.

3. Struktura książki

Recenzowana książka składa się z pięciu części: wprowadzenia do gospodarki światowej, omówienia realnych aspektów gospodarki światowej, monetarnych aspektów gospodarki światowej, wybranych zagadnień związanych głównie z polityką gospodarczą w gospodarce otwartej oraz zakończenia. Część pierwsza składa się z dwóch rozdziałów (1–2). W rozdziale 1., zatytułowanym „The global economy” (Globalna gospodarka), autorzy definiują samo pojęcie globalizacji, a następnie omawiają jej ekonomiczne, geograficzne oraz kulturowe aspekty, a także związek z handlem międzynarodowym i bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi. Z kolei w rozdziale 2., zatytułowanym „International accounting practices” (Międzynarodowe praktyki księgowe), zostały przedstawione rachunki dochodu narodowego w gospodarce otwartej, bilans płatniczy kraju, a także sprawozdania finansowe firmy. W rozdziale tym wyjaśniono

również główne różnice między rachunkowością prowadzoną na poziomie firmy a rachunkowością na poziomie kraju.

Część druga, poświęcona problematyce handlu międzynarodowego oraz rozmieszczeniu działalności gospodarczej na świecie, składa się z trzech rozdziałów (3–5). W rozdziale 3., zatytułowanym „Trade and comparative advantage” (Handel a przewaga komparatywna) zostały przedstawione podstawowe neoklasyczne teorie handlu zagranicznego oparte na koncepcji przewagi komparatywnej zarówno w ujęciu ricardiańskim, podkreślającym różnice w technologiach produkcji pomiędzy krajami, jak też w ujęciu Heckschera-Ohlina, koncentrującym się na zróżnicowaniu relatywnego wyposażenia krajów w czynniki produkcji. W rozdziale 4. pod tytułem „Trade and competitive advantage” (Handel a przewaga konkurencyjna) autorzy omawiają tzw. nowe teorie handlu zagranicznego, oparte na koncepcji przewagi konkurencyjnej wynikającej z posiadania siły monopolistycznej. W przeciwieństwie do neoklasycznej teorii handlu, w której analiza koncentrowała się na krajach i gałęziach zamiast na firmach, w nowych teoriach handlu punktem wyjścia analizy są strategie i decyzje indywidualnych firm podejmowane w warunkach istnienia rosnących przychodów skali, konkurencji niedoskonałej oraz zróżnicowania produktów. Z kolei w rozdziale 5. pod tytułem „Firms, location and agglomeration” (Firmy, lokalizacja i koncentracja) zostały przedstawione najnowsze osiągnięcia teorii handlu związane z wprowadzeniem do niej kosztów transportu, zagadnień związanych z lokalizacją firm w przestrzeni geograficznej, czyli tzw. nową geografią ekonomiczną, a także działalnością przedsiębiorstw międzynarodowych oraz międzynarodową fragmentaryzacją procesów produkcji.

Część trzecia poświęcona problematyce finansów międzynarodowych składa się z czterech rozdziałów (6–9). W rozdziale 6., zatytułowanym „International capital mobility” (Międzynarodowa mobilność kapitału), autorzy omawiają podstawowe zagadnienia związane z finansami międzynarodowymi, obejmujące m.in. sposoby mierzenia międzynarodowej mobilności kapitału, jej determinanty, korzyści oraz koszty. Rozdział 7. pod tytułem „Gains from capital market integration” (Korzyści z integracji rynku kapitałowego) poświęcony jest w całości międzynarodowej integracji rynków finansowych. W szczególności poruszane są w nim zagadnienia związane z rozmieszczeniem inwestycji i oszczędności na świecie, paradoksem Feldsteina-Horioki (1980), a także międzynarodową dywersyfikacją ryzyka. Rozdział 8., zatytułowany „Investors, exchange rates and currency crises” (Inwestorzy, kursy walutowe oraz kryzysy walutowe), koncentruje się na kryzysach walutowych. Na początku rozdziału autorzy definiują pojęcie kryzysu walutowego, a następnie omawiają modele kryzysów walutowych pierwszej i drugiej generacji. Rozdział kończy się omówieniem roli koordynacji działań pojedynczych

inwestorów, kwestii efektywności funkcjonowania rynków walutowych oraz badań empirycznych kryzysów walutowych. Z kolei rozdział 9. pod tytułem „Financial crises, firms and the open economy” (Kryzysy finansowe, firmy a gospodarka otwarta) poświęcony jest interakcjom między kryzysami walutowymi, międzynarodową mobilnością kapitału a kryzysami finansowymi w gospodarce otwartej.

Część czwarta omawia zagadnienia związane z polityką handlową oraz kursową, zależności między otwartością gospodarki a wzrostem gospodarczym oraz rolę różnic instytucjonalnych i kulturowych w procesie globalizacji. Składa się z trzech rozdziałów (10–12). W rozdziale 10., zatytułowanym „Trade and capital restrictions” (Ograniczenia w przepływach handlowych i kapitałowych), prezentowane są narzędzia polityki handlowej oraz kursowej, a następnie analizowany jest ich wpływ na gospodarkę. Rozdział 11. pod tytułem „Globalization and economic growth” (Globalizacja a wzrost gospodarczy) koncentruje się na kwestiach związanych ze wzrostem gospodarczym, w szczególności źródłach wzrostu, a także roli innowacji i dyfuzji technologii prowadzących do poprawy produktywności. W rozdziale 12., zatytułowanym „Nations and organizations” (Narody i organizacje), analizowane są natomiast zależności między różnorodnością kulturową oraz instytucjonalną poszczególnych krajów a formami umiędzynarodowienia ich gospodarek.

Część piąta, stanowiąca podsumowanie wcześniejszych rozważań, składa się z dwóch rozdziałów (13–14). W rozdziale 13. pod tytułem „Globalization: is it really happening?” (Globalizacja: czy to się dzieje naprawdę?) omawiane są skutki globalizacji w świetle najnowszych badań empirycznych. Dotyczą one w szczególności wpływu globalizacji na nierówności dochodów zarówno pomiędzy krajami, jak i w ich obrębie. Z kolei rozdział 14., zatytułowany „Towards an international economics and business?” (W stronę ekonomii i biznesu międzynarodowego?), mówi o wpływie lokalnych praktyk na globalizację, określanym mianem „glokalizacji”, oraz interakcjach między przewagą konkurencyjną na poziomie firmy a przewagą komparatywną na poziomie kraju.

4. Ocena końcowa książki

W odróżnieniu od typowych pozycji poświęconych problematyce ekonomii międzynarodowej głównym celem autorów było raczej pokazanie ekonomicznych przyczyn i skutków procesu globalizacji oraz roli przedsiębiorstw międzynarodowych w tym procesie niż omówienie zagadnień z dziedziny ekonomii międzynarodowej, tak jak w standardowych podręcznikach. Z tego względu w książce postrzega się gospodarkę światową z punktu widzenia firmy, jak w standardowych podręcznikach za-

rzadzania międzynarodowego. Jednak w trakcie lektury można odnieść wrażenie, że przyjęta przez autorów perspektywa jest nieco zbyt wąska pomimo tego, że starają się ją rozszerzać poprzez wprowadzanie elementów równowagi ogólnej, związanych z teorią handlu i polityki handlowej, umożliwiających zrozumienie takich zagadnień, jak na przykład kształtowanie się relatywnych poziomów płac w różnych krajach. Wynikiem przyjęcia takiej konwencji jest też całkowita rezygnacja z zagadnień o charakterze czysto makroekonomicznym, takich jak polityka makroekonomiczna w gospodarce otwartej, i skoncentrowanie się na wybranych aspektach finansów międzynarodowych postrzeganych jako ważne głównie z punktu widzenia przedsiębiorstwa międzynarodowego.

W założeniu recenzowana książka przeznaczona jest dla studentów pierwszego bądź drugiego roku studiów licencjackich na kierunku ekonomia lub zarządzanie, dla których może to być pierwsze zetknięcie się z problematyką ekonomii czy zarządzania w ogóle, a ekonomii międzynarodowej lub zarządzania międzynarodowego w szczególności. Z tego względu na samym początku książki autorzy starają się łagodnie wprowadzić czytelnika w wir toczącej się debaty na temat globalizacji, prezentując podstawowe obserwacje empiryczne oraz popularne opinie dotyczące globalizacji, a następnie przechodząc do omówienia jej przyczyn oraz skutków z punktu widzenia firmy i kraju. Autorzy definiują proces globalizacji, a następnie korzystając z danych statystycznych, starają się oddzielić fakty od mitów. Użycie przez autorów danych statystycznych obejmujących długie szeregi czasowe pozwala dobrze umiejscowić proces globalizacji w kontekście historycznym, co korzystnie odróżnia tę książkę od pozycji oferowanych przez autorów amerykańskich.

Autorzy omawiają różne składowe procesy globalizacji, włączając w to zarówno kwestie realne, jak i monetarne, chociaż widoczna jest dość wyraźna przewaga po stronie realnej. W miarę obszernie prezentują takie zagadnienia, jak międzynarodowe przepływy handlowe oraz finansowe, bezpośrednie inwestycje zagraniczne, przedsiębiorstwa międzynarodowe, kursy walutowe, kryzysy finansowe i walutowe, outsourcing, rozwój gospodarczy czy lokalizacja działalności gospodarczej w przestrzeni geograficznej. Stosunkowo słabo jest natomiast reprezentowana problematyka związana z międzynarodowymi przepływami siły roboczej. Autorzy najwyraźniej wyszli z założenia, że przepływy handlowe i finansowe w skali światowej są znacznie ważniejsze niż przepływy pracowników pomiędzy krajami. Założenie to nie do końca może być uzasadnione, biorąc pod uwagę masową emigrację pracowników z nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej do starych państw UE. Jest to zjawisko nienotowane dotąd na taką skalę w Europie.

Innym istotnym mankamentem omawianej pozycji jest to, że pomimo wyczerpującego przeglądu zagadnień związanych z globalizacją zdecydowanie brakuje odnie-

sieć do najnowszej literatury przedmiotu, wprowadzającą do nowej teorii handlu zagranicznego zróżnicowanie firm pod względem technologicznym. W szczególności w książce powinny się znaleźć odniesienia do najnowszych prac, takich jak Bernard et al. (2003), opierających się na modelu Eatona i Kortuma (2002), który nawiązuje do modelu ricardiańskiego, czy Helpmana et al. (2004), opierających się na modelu Melitza (2003) nawiązującym do modeli konkurencji monopolistycznej zaproponowanych przez Krugmana (1980). Brak odniesień do tych prac tylko częściowo można tłumaczyć tym, że są to zdecydowanie zbyt trudne modele dla pierwszego czy drugiego roku studiów licencjackich, dla których napisano tę książkę. Nie ma bowiem potrzeby pokazywania pełnych modeli, można natomiast przedstawić główne wnioski, odwołując się do prostej analizy graficznej, podobnie jak robią to inni autorzy w swoich monografiach czy przeglądowych artykułach, np. Castellani i Zanfei (2006) czy Helpman (2006).

Niezależnie od tej krytyki druga część książki, poświęcona realnym aspektom globalnej gospodarki, stanowi jednak jej mocną stronę, czego niestety nie można powiedzieć o części trzeciej, koncentrującej się na wybranych zagadnieniach monetarnych. Moim zdaniem jest to zdecydowanie najsłabsza część książki, ponieważ zawarty w niej materiał jest zbyt wybiórczy, a ponadto nie wydaje się dobrze zintegrowana z resztą książki. Z tego względu w ramach 30-godzinnego kursu ekonomii lub zarządzania międzynarodowego wskazane jest ograniczenie się do zagadnień realnych. Z kolei finansom międzynarodowym należałoby poświęcić odrębny, co najmniej 30-godzinny kurs, prowadzony na podstawie innej książki. Moim zdaniem na zajęciach należałoby połączyć omawianie rozdziałów 6–9.

Mimo że książka została napisana bardzo prostym językiem, autorzy zakładają, że jej czytelnicy mają pewien minimalny zasób wiedzy z makro- oraz mikroekonomii wyniesiony z podstawowego kursu ekonomii, a także znają podstawy matematyki. Wydaje się, że z powyższych względów omawiana pozycja bardziej pasuje do drugiego bądź trzeciego roku studiów licencjackich ekonomii bądź pierwszego roku studiów MBA. Książce towarzyszą interesujące materiały pomocnicze dostępne w Internecie pod adresem: <http://people.few.eur.nl/vanmarwijk/global/index.htm>, które można wykorzystywać na zajęciach bądź indywidualnie poszerzając wiedzę.

Ogólna ocena książki jest bardzo pozytywna, ponieważ stanowi ona udane połączenie dwóch nurtów w literaturze. Książka ta jest również interesująca z innego powodu. Dotychczas niekwestionowanymi liderami w wyznaczaniu światowych standardów nauczania ekonomii oraz pisania podręczników i książek naukowych zarówno z dziedziny ekonomii międzynarodowej, jak i biznesu międzynarodowego byli ekonomiści północnoamerykańscy, głównie ze Stanów Zjednoczonych. Próby napisania podobnych pozycji w Europie, które stałyby się ogólnosiwiatowym standardem, z reguły nie kończyły się powodzeniem. Tym razem sprawa wygląda inaczej. Książka jest pozycją pionierską pod względem zaproponowanego podejścia interdyscyplinarnego, łączącego elementy zarządzania międzynarodowego oraz ekonomii międzynarodowej, i ma duże szanse, by stać się światowym bestsellerem. Wydaje się zatem, że w ostatnich latach jednocząca się Europa zaczyna odzyskiwać pozycję w dziedzinie wyznaczania światowych kierunków w ekonomii i zarządzaniu międzynarodowym, utraconą w połowie XX w. na rzecz Stanów Zjednoczonych. Pozwala to z optymizmem spoglądać na przyszły rozwój tych dyscyplin w Unii Europejskiej.

Bibliografia

- Bernard A.B., Eaton J., Jensen J.B., Kortum S.S. (2003), *Plants and productivity in international trade*, "American Economic Review", Vol. 93, No. 4, pp. 1268–1290.
- Castellani D., Zanfei A. (2006), *Multinational Firms, Innovation and Productivity*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Eaton J., Kortum S. (2002), *Technology, geography and trade*, "Econometrica", Vol. 70, No. 5, pp. 1741–1779.
- Feldstein M., Horioka Ch. (1980), *Domestic savings and international capital flows*, "Economic Journal", Vol. 90, No. 2, pp. 314–329.
- Helpman E. (2006), *Trade, FDI and the organization of firms*, "Journal of Economic Literature", Vol. 44, No. 3, pp. 589–630.
- Helpman E., Melitz M., Yeaple S. (2004), *Export versus FDI with heterogeneous firms*, "American Economic Review", Vol. 94, No. 1, pp. 300–316.
- Krugman P. (1980), *Scale economies, product differentiation and the pattern of trade*, "American Economic Review", Vol. 70, No. 5, pp. 950–959.
- Melitz M. (2003), *The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity*, "Econometrica", Vol. 71, No. 6, pp. 1695–1725.

Bogusław Pietrzak, Zbigniew Polański, Barbara Woźniak (red.) *System finansowy w Polsce*

Review of the book edited by Bogusław Pietrzak, Zbigniew Polański, Barbara Woźniak, *The Financial System in Poland*

wydanie drugie zmienione, tom I i 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008

Hanna Sochacka-Krysiak*

Przystępując do prezentacji spostrzeżeń i refleksji, do których skłoniła mnie lektura nowego, interesującego i wartościowego dzieła, przygotowanego pod kierunkiem trojga redaktorów naukowych (Bogusław Pietrzak, Zbigniew Polański, Barbara Woźniak), wypada przypomnieć, że dzieło to stanowi przejaw niezwykle konsekwentnego podążania wybraną przed ponad dziesięć laty ścieżką badawczą. Wtedy bowiem, w połowie lat 90. ubiegłego wieku, zespół autorski pod kierunkiem B. Pietrzaka i Z. Polańskiego przygotował stosunkowo skromną objętościowo, liczącą około 350 stron książkę pt. *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*.

Książka została opublikowana w 1997 r. nakładem Wydawnictwa Naukowego PWN, a jej autorami byli (w kolejności, wynikającej z sekwencji rozdziałów):

– Z. Polański (rozdział 1. „System finansowy” oraz aneks do rozdziału 2. „Kreowanie pieniądza w ujęciu mnożnikowym”; rozdział 3. „Polityka pieniężna” oraz aneks do rozdziału 3. „Kreowanie pieniądza w ujęciu skonsolidowanego bilansu systemu bankowego”; rozdział 12. „Polski system finansowy w perspektywie historycznej: próba podsumowania”);

– B. Pietrzak (rozdział 2. „System bankowy”);

– T. M. Rybczyński (aneks do rozdziału 1. „Ewolucja systemu finansowego. Giełdowe bitwy i keireitsy”);

– E. Pietrzak (rozdział 4. „Internacjonalizacja systemu finansowego”);

– A. Sławiński (rozdział 5. „Rynek pieniężny”);

– M. Dusza (rozdział 6. „Rynek kapitałowy”);

– E. Wierzbicka (rozdział 7. „Rynek ubezpieczeniowy”);

– B. Woźniak (rozdział 8. „Finanse publiczne”);

– J. Marczakowska-Proczka (rozdział 9. „Budżet państwa”);

– G. Rytelewska (rozdział 10. „Gospodarstwa domowe na rynku usług finansowych”);

– A. Cenker, P. Felis, G. Gołębiowski (rozdział 11. „Elementy finansów przedsiębiorstw”).

Książka miała być – zgodnie z deklarowanym zamierzeniem zespołu autorskiego – lekturą uzupełniającą dla studentów w sytuacji pewnego niedoboru rodzimych publikacji na temat funkcjonowania systemu finansowego w gospodarce rynkowej. W toku realizacji wspomnianego zamierzenia pojawiły się w książce pewne elementy teorii finansów, a ponadto nader interesująca próba opisanie i uogólnienia rzeczywistych procesów transformacji polskich finansów w ostatniej dekadzie ubiegłego wieku.

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Ekonomiki i Finansów Samorządu Terytorialnego

Książka odniosła niewątpliwy sukces, czego dowodem stały się jej kolejne edycje: wydanie drugie z 1998 r. oraz trzy dodruki z 1999, 2000 i 2001 r. Wzbudziła również refleksje krytyczne (Fedorowicz 1998, Porwit 1998), spośród których na uwagę zasługuje moim zdaniem zwłaszcza kwestia nieco marginesowego potraktowania systemu finansów publicznych.

Finanse publiczne były początkowo praktycznie wyłączone przez Autorów z pojęcia systemu finansowego i usytuowane na tej samej płaszczyźnie co gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa. Podzielałam tu pogląd Z. Fedorowicza, że gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa są podmiotami sektora prywatnego, podczas gdy wszelkie jednostki organizacyjne realizujące funkcje finansów publicznych należą niewątpliwie do sektora publicznego, w obrębie którego wyodrębnić należy podsektor państwowy i podsektor samorządowy.

Miałam zaszczyt być recenzentem wydawniczym nowego dzieła pt. *System finansowy w Polsce*, opublikowanego pod redakcją naukową B. Pietrzaka, Z. Polańskiego i B. Woźniak w 2003 r. (podobnie jak poprzednio przez Wydawnictwo Naukowe PWN). Z prawdziwą satysfakcją stwierdzam, że nowa książka, znacznie bardziej dojrzała i obszerna, została rozbudowana w sposób wysoce satysfakcjonujący.

Obszar badawczy podzielony został na trzy części:

- rynkowy system finansowy (system bankowy, polityka pieniężna, wymienialność pieniądza, system płatniczy, rynki: pieniężny, kapitałowy, walutowy, instrumentów pochodnych oraz ubezpieczeniowy);
- publiczny system finansowy (państwowa gospodarka budżetowa, system finansowy jednostek samorządu terytorialnego, fundusze celowe, pomoc publiczna, polityka fiskalna, zarządzanie długiem publicznym);
- finanse podmiotów sfery realnej (gospodarstw domowych, przedsiębiorstw).

Jakościowa odmienność książki wobec jej poprzedniczki polega nie tylko na zasadniczej zmianie podejścia do koncepcji systemu finansowego, ale także na „warsztatowym” wzbogaceniu tekstu przez umiejętne połączenie rozważań teoretycznych z analizą doświadczeń empirycznych. Co więcej, Autorzy nie ograniczają się do problematyki polskiej, lecz wykorzystują również doświadczenia systemowo-praktyczne w skali światowej – zgodnie z „duchem” globalizacji. Ponadto podejmują pewne kwestie zrodzone w tzw. fazie przedakcesyjnej, poprzedzającej przyjęcie Polski do Unii Europejskiej.

Tekst książki został rozbudowany, przekomponowany (przypominam wskazaną poprzednio zmianę podejścia do koncepcji finansów publicznych oraz ich miejsca w systemie finansowym) i praktycznie napisany od nowa. Wzrosła liczba rozdziałów, zwiększono też liczbę współautorów nowego dzieła. Jego konstrukcję oparto na trzech częściach, przed którymi umieszczono „Wprowadzenie”. „System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej” – autor: Z. Polański).

Część pierwsza nosi tytuł „Rynkowy system finansowy” i obejmuje rozdziały: 2. „System bankowy” (B. Pietrzak), 3. „Polityka pieniężna” (Z. Polański¹), 4. „Internacjonalizacja systemu finansowego” (E. Pietrzak), 5. „Międzybankowy rynek pieniężny” (P. Szpunar), 6. „Pozostałe segmenty rynku pieniężnego” (M. Nowak), 7. „Rynek kapitałowy” (M. Dusza), 8. „Rynek walutowy” (E. Pietrzak, P. Kowalewski), 9. „Rynek instrumentów pochodnych” (E. Pietrzak), 10. „Rynek ubezpieczeniowy” (E. Wierzbicka), 11. „System płatniczy” (K. Senderowicz).

Część druga została zatytułowana: „Publiczny system finansowy”. W jej skład weszły następujące rozdziały: 12. „Zasady funkcjonowania i zakres publicznego systemu finansowego” (B. Woźniak); 13. „System budżetowy państwa” (J. Marczakowska-Proczka); 14. „System finansowy jednostek samorządu terytorialnego” (Cz. Rudzka-Lorentz); 15. „Fundusze celowe” (B. Woźniak); 16. „Pomoc publiczna” (B. Woźniak); 17. „Polityka fiskalna” (B. Kolanowska-Kowalska); 18. „Dług publiczny” (G. Gołębiowski).

Część trzecia i ostatnia nosi tytuł: „Finanse podmiotów sfery realnej”. Obejmuje ona rozdziały: 19. „Gospodarstwa domowe” (G. Rytelewska) oraz 20. „Przedsiębiorstwa” (A. Cenker, P. Felis, G. Gołębiowski), a także 21. „Zakończenie. Krajowy system finansowy wobec globalizacji i integracji z Unią Europejską” (J.K. Solarz).

Przypomnieliśmy dość dokładnie zakres i konstrukcję obu publikacji poprzedzających najświeższą edycję recenzowanego dzieła, żeby:

1) uwypuklić wspomniane zmiany merytoryczne wprowadzone w edycji z 2003 r. w porównaniu z edycją z 1997 r.,

2) zwrócić uwagę na trwałość koncepcji zaprezentowanej przed pięciu laty i utrzymanej, a zarazem udoskonalonej w nowym, drugim wydaniu książki z 2008 r.

Ad 1. Poza zupełnie nowym „osadzeniem” w książce problematyki finansów publicznych zwracają uwagę zwłaszcza dwa nowe rozdziały: 14. „System finansowy jednostek samorządu terytorialnego” oraz 21. „Zakończenie. Krajowy system finansowy wobec globalizacji i integracji z Unią Europejską”.

Wyodrębnienie problematyki finansów samorządu terytorialnego stanowi przejaw, a zarazem konsekwencję, „dowartościowania” problematyki finansów publicznych. Z kolei zupełnie nowe ujęcie „Zakończenia”, które zastąpiło wcześniejsze „Podsumowanie”, dowodzi uwzględnienia w nowej książce zmian, które nastąpiły w Polsce i na świecie na przełomie XX i XXI w.

Dodać trzeba, że również część pierwsza, dotycząca rynkowego systemu finansowego, została wzbogacona o nowe rozdziały, tj.: 5. „Międzybankowy rynek pieniężny”, 6. „Pozostałe segmenty rynku pieniężnego”, 8. „Ry-

¹ Rozdziały 2. i 3. zostały uzupełnione aneksami, opracowanymi przez Z. Polańskiego: „Kreowanie pieniądza w ujęciu mnożnikowym” oraz „Kreowanie pieniądza w ujęciu skonsolidowanego bilansu systemu bankowego”.

nek walutowy”, 9. „Rynek instrumentów pochodnych”, 11. „System płatniczy”.

Ad 2. Porównanie zakresu oraz konstrukcji pierwszego i drugiego wydania książki (*System finansowy w Polsce* z 2003 r. i 2008 r.) prowadzi do spostrzeżenia, że ogólna objętość nowej, podzielonej na dwa tomy, edycji wzrosła z 840 s. do blisko 1000 s. (tom I – 482 s. i tom II – 511 s.).

W części pierwszej, wypełniającej treść tomu I, pojawił się nowy rozdział 8 pt. „Fundusze i inwestycje wspólnego inwestowania” (M. Góra). W obecnym rozdziale 9. „Rynek walutowy” współautora w osobie P. Kowalewskiego zastąpił P. Pietrzak; w rozdziale 10. „Rynek instrumentów pochodnych” E. Pietrzaka wsparli jako współautorzy: S. Antkiewicz, J. Sobol i M. Szmelter.

Intytułacja rozdziałów części drugiej i trzeciej, wypełniających tom II nowej edycji, pozostała prawie bez zmian, jeśli nie liczyć zmiany numeracji wskutek dodania w części pierwszej nowego opracowania M. Góry oraz skrócenia tytułu rozdziału 22. „Zakończenie. Krajowy system finansowy wobec globalizacji” – przez usunięcie dalszego tekstu, tj. słów: „i integracji z Unią Europejską”.

W ramach obecnej, drugiej edycji recenzowanego dzieła utrzymano zasadę „rozproszenia” bibliografii. Oznacza to, że na końcu każdego rozdziału podano pozycje wykorzystane w tym rozdziale, co wobec rozległości tematyki książki i obfitości literatury przywoływanej przez Autorów, wydaje się rozwiązaniem rozsądnym oraz dogodnym dla Czytelnika. Jemu też powinno służyć *novum* drugiej edycji, czyli indeks rzeczowy dołączony do każdego tomu dzieła.

W przedmowie do drugiego wydania, której tekst zamieszczono na początku każdego tomu, Autorzy przypominają, że edycja z 2003 r. była dwukrotnie dodrukowywana, w tj. w 2004 i 2006 r. Nowe, drugie wydanie dzieła Autorzy określają jako „poprawione, uzupełnione i zaktualizowane”. Pora zatem zająć się w niniejszej recenzji bliższą analizą nowego tekstu oraz podjąć ambitny trud dokonania jego oceny z punktu widzenia Czytelnika.

Rozdział 1. („Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej”) zawiera podrozdział 1.1 pt. „System finansowy a system ekonomiczny i system społeczny”. Stanowi on interesującą próbę uporządkowania pojęć związanych z szeroko rozumianą problematyką finansów. Autor stawia tezę, że „system finansowy jest częścią systemu ekonomicznego, który z kolei jest częścią systemu społecznego” (tom I, s. 15) oraz uzupełnia tę tezę przejrzystym rysunkiem, ilustrującym relacje między wymienionymi wyżej trzema systemami. Teza ta nie budzi wątpliwości ani zastrzeżeń, choć osobiście wolałabym, by Autor, dzieląc system ekonomiczny na sferę realną i sferę finansową, nie używał jako synonimu „sfery” określenia „sektor” (por. „sektor realny” i „sektor finansowy” – tom I, s. 15–16). Termin „sektor” powinien być moim zdaniem zastrzeżony

do przeciwstawienia sektorów prywatnego i publicznego oraz ewentualnie do określania formuły mieszanej, czyli tzw. sektora III, łączącego cechy obu wymienionych sektorów, różniących się m.in. odmiennymi podstawami własnościowymi. Chodzi tu o majątek Skarbu Państwa oraz tzw. mienie komunalne, a z drugiej strony o własność prywatną (indywidualną), znajdującą się w posiadaniu i dyspozycji przedsiębiorstw prywatnych oraz gospodarstw domowych.

W toku dalszej lektury zwraca uwagę interesujące, oryginalne ujęcie funkcji systemu finansowego (podrozdział 1.2) oraz struktury tego systemu (podrozdział 1.3), w tym szczególnie satysfakcjonujące potraktowanie kategorii instrumentów fiskalnych (tom I, s. 47 i następne).

Wprowadzenie poświęcone uporządkowaniu pojęć kończą dwa podrozdziały: 1.4 i 1.5. W pierwszym z nich pt. „Pieniądz” Autor określa pieniądz jako instrument finansowy o istotnych cechach dobra publicznego. W następnym, pt. „System finansowy jako środowisko funkcjonowania podmiotów sfery realnej”, zwrócono uwagę na zjawisko kształtowania działalności podmiotów gospodarczych przez szeroko rozumiany system finansowy.

Sądzę, że tekst „Wprowadzenia” ma wysoką wartość teoretyczno-metodologiczną i ułatwia Czytelnikowi percepcję właściwego merytorycznie tekstu recenzowanego książki.

Rozdział 2. pt. „System bankowy” zaczyna się – zgodnie z ogólnym założeniem – od rozważań teoretycznych (podrozdział 2.1 „Istota systemu bankowego w gospodarce rynkowej”), uzupełnionych informacjami dotyczącymi polskiej praktyki (podrozdział 2.2 „System bankowy w Polsce”).

Rozdział 3. pt. „Polityka pieniężna” został skonstruowany analogicznie. Czytelnik najpierw zostaje wprowadzony w ogólną problematykę banków centralnych, celów i strategii oraz instrumentów polityki pieniężnej (podrozdział 3.1), następnie zaś poznaje specyfikę polityki pieniężnej w Polsce (podrozdział 3.2) na tle przemian związanych z transformacją ustrojową, a zwłaszcza na tle zmian w polityce prowadzonej przez Narodowy Bank Polski. Bogactwo prezentowanej wiedzy oraz sumienne i przejrzyste udokumentowanie tekstu sprawiają, że lektura obu podrozdziałów jest dla Czytelnika wysoce kształcąca, a zarazem dostarcza mu prawdziwej satysfakcji.

Harmonijne i konsekwentne łączenie w poszczególnych rozdziałach informacji na temat zjawisk i procesów w skali światowej z doświadczeniami polskiej praktyki daje się zauważyć również w rozdziale 4. („Internacjonalizacja systemu finansowego”). Najpierw nader zwięźle i klarownie zaprezentowano w nim standardy wymienialności walut w praktyce międzynarodowej oraz uwarunkowania liberalizacji dewizowej i wymienialności walut (podrozdziały 4.1–4.4), następnie zaś przeanalizowano politykę dewizową Polski w okresie transformacji ustrojowej, uwzględniając kolejne etapy wymienialności złoto (podrozdziały 4.5–4.9).

Bardzo konkretne i wysoce profesjonalne podejście do podjętego tematu charakteryzuje rozdział 5. pt. „Międzybankowy rynek pieniężny”. Autor opisuje kolejno rynek lokat międzybankowych, jego organizację oraz rozwój i aktywność (podrozdziały 5.1–5.3), następnie zaś przechodzi do charakterystyki roli banku centralnego na rynku pieniężnym (podrozdział 5.4), rynku bonów pieniężnych Narodowego Banku Polskiego (podrozdział 5.5), rynku bonów skarbowych (podrozdział 5.6) oraz rynku obligacji skarbowych (podrozdział 5.7), by zakończyć rozdział naszkicowaniem perspektyw rozwoju międzybankowego rynku pieniężnego w Polsce (podrozdział 5.8).

Rozdział 5., nasycony ilustracjami graficznymi oraz liczbami, ujętymi zarówno w tabelach, jak też w samym tekście, potwierdza przyjętą przez Autorów zasadę harmonijnego przechodzenia od spraw ogólnych oraz informacji o zasięgu międzynarodowym do oceny doświadczeń i perspektyw rozwoju procesów toczących się we współczesnej Polsce.

Równie profesjonalne i konkretne podejście do prezentacji podjętego tematu daje się zauważyć w rozdziale 6. („Pozostałe segmenty rynku pieniężnego”). Sprezycowano w nim pojęcie oraz przeprowadzono charakterystykę pozabankowego rynku pieniężnego. W jego ramach wyodrębnione zostały trzy główne rodzaje instrumentów finansowych: papiery komercyjne, certyfikaty depozytowe oraz wierzytelności przedsiębiorstw.

Szczególnie rozbudowany i bogato nasycony szczegółowymi, konkretnymi informacjami został podrozdział 6.2 („Rynek papierów komercyjnych”), bardziej zwięźle ujęto natomiast treść podrozdziału 6.3 („Rynek certyfikatów depozytowych”) oraz podrozdziału 6.4 („Rynek wierzytelności przedsiębiorstw”). Bogactwo szczegółowych informacji zawartych w omawianym rozdziale nie przesłoniło obecnych tu elementów oceny doświadczeń oraz prognoz rozwoju badanych rynków.

Celem kolejnego, 7. rozdziału („Rynek kapitałowy”) jest w intencji Autora prezentacja podstawowych zasad funkcjonowania rynku kapitałowego w krajach rozwiniętej gospodarki rynkowej, a także ocena sytuacji, jaka ukształtowała się na rynku kapitałowym w Polsce u progu XXI w. Rozdział 7. – stosownie do metodologicznych założeń całego dzieła – zaczyna się od omówienia definicji oraz funkcji rynku kapitałowego i jego głównych instrumentów. Następnie Autor przechodzi do przyczyn kryzysów giełdowych, struktury współczesnego rynku kapitałowego i rozmaitych przestępstw lub wykroczeń, specyficznych dla opisywanego rynku (podrozdział 7.1). W dalszym ciągu rozdziału (podrozdział 7.2 „Rynek kapitałowy w Polsce”) Autor ukazuje Czytelnikowi początki oraz rozwój polskiego rynku kapitałowego, umiejętnie łącząc szczegółowe informacje z syntetycznie ujętymi wnioskami.

Szczególnego wyeksponowania wymaga zupełnie nowy (w porównaniu z edycją z 2003 r.) rozdział 8., pt. „Fundusze i instytucje wspólnego inwestowania”. Prze-

ważającą część tego rozdziału wypełniają rozważania na temat funkcjonowania systemu emerytalnego, przede wszystkim zaś otwartych, czyli powszechnych funduszy emerytalnych, traktowanych przez Autora jako przykład wspólnego działania (inwestowania) w długim okresie.

Autor omawia m.in. poszczególne instytucje wspólnego inwestowania, tj. banki komercyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, fundusze *private equity/venture capital* oraz fundusze emerytalne (podrozdziały 8.1–8.3).

Następnie zaprezentowano polski system emerytalny (podrozdział 8.4), by ponownie wrócić do ogólnych rozważań na temat relacji systemu emerytalnego i rachunków narodowych (podrozdział 8.5) oraz równie ogólnych perspektyw rozwoju instytucji wspólnego inwestowania (podrozdział 8.6).

Rozdział 9. poświęcono problemom rynku walutowego, zwanego też dewizowym. Przez to pojęcie należy rozumieć całość transakcji kupna i sprzedaży walut. Autorzy omawiają tu pojęcie i funkcje rynku walutowego w skali międzynarodowej (podrozdziały 9.1–9.2), następnie zaś przechodzą do charakterystyki transakcji dokonywanych na rynku walutowym w Polsce (podrozdziały 9.3–9.7), zachowując sekwencję prezentacji: od informacji i ocen *ex post* do perspektyw rozwoju tego typu rynku finansowego w Polsce.

Najmłodszy i najszybciej rozwijający się rynek finansowy, czyli rynek instrumentów pochodnych, stał się przedmiotem rozdziału 10. Czterooosobowy zespół Autorów opisał w nim: pojęcie, rodzaje i zastosowania instrumentów pochodnych w skali międzynarodowej (podrozdziały 10.1–10.2) oraz w Polsce (podrozdział 10.3) – od początków, poprzez dotychczasowy rozwój, do perspektyw rozwoju w dającej się przewidzieć przyszłości.

Rozdział 11. pt. „Rynek ubezpieczeniowy” składa się, podobnie jak pozostałe rozdziały omawianej części książki, z określenia istoty tego rynku (podrozdział 11.1), czynników wpływających na jego rozwój (podrozdział 11.2), roli ubezpieczyciela w realizacji funkcji ubezpieczenia (podrozdział 11.3) i opisu ewolucji rynku ubezpieczeniowego w Polsce (podrozdziały 11.4–11.8). Autorka wyodrębniła ponadto kwestię współpracy ubezpieczycieli z bankami (podrozdział 11.9), kończąc rozdział zarysem perspektyw rozwoju rynku ubezpieczeniowego w Polsce (podrozdział 11.10).

Ostatnim rozdziałem części pierwszej, kończącym zarazem tom I recenzowanego dzieła, jest rozdział 12. poświęcony systemowi płatniczemu, którego głównym zadaniem jest umożliwienie przepływu środków finansowych w gospodarce. Postrzegany niekiedy jako zjawisko „techniczne” system płatniczy jest przez Autora rozdziału trafnie określony jako „system krwionośny”, zapewniający obieg pieniądza, a tym samym – jako niezbędny element nie tylko systemu finansowego, lecz także całej gospodarki. Rozdział napisano z dużą zna-

jomością praktyki. Pokazuje on Czytelnikowi znaczenie oraz formy organizacyjne badanego systemu w skali międzynarodowej i krajowej. Zachowano w nim „żelazną” zasadę: od opisu dotychczasowej ewolucji systemu do perspektyw jego rozwoju w kontekście integracji europejskiej.

Dzięki dyscyplinie przestrzeganej przez kilkuosobowy zespół Autorów pierwszej części ma ona, mimo znacznego zróżnicowania treści merytorycznych, dość jednolity metodologicznie charakter. Ułatwia to percepcję tekstu i przyswojenie zawartej w nim wiedzy. Stąd też wynika wysoka moim zdaniem wartość dydaktyczna recenzowanego dzieła, określonego przez Autorów jako podręcznik akademicki.

Walorów poznawczo-dydaktycznych nie można odmówić również drugiemu tomowi dzieła. Zawiera on część drugą pt. „Publiczny system finansowy” oraz część trzecią pt. „Finanse podmiotów sfery realnej”.

Rozdział 13. pt. „Zasady funkcjonowania i zakres publicznego systemu finansowego” zaczyna się od omówienia zadań publicznych i środków ich realizacji (podrozdział 13.1). Autorka eksponuje następnie różne cechy i reguły specyficzne dla publicznego systemu finansowego (podrozdział 13.2), by następnie przejść do jego organizacji. W tytule podrozdziału 13.3 niefortunnie użyto terminu „sektor finansów publicznych”; jak już wspomniałam, jestem przeciwniczką nadmiernego rozszerzania pojęcia „sektor”, prowadzi to bowiem do takich nonsensów, jak nazywanie sektorem rolnictwa, które jest przecież działem gospodarki, lub np. przemysłu włókienniczego, będącego gałęzią przemysłu!

Następnie Autorka omawia kolejno dochody i wydatki sektora (sic!) finansów publicznych (podrozdział 13.4) oraz kierunki zmian w publicznym systemie finansowym (podrozdział 13.5). Ogólnie oceniam rozdział 13. jako wartościowy z informacyjnego (poznawczego) punktu widzenia. Stosunkowo mało w nim teorii, dominuje natomiast opis współczesnych rozwiązań systemowych w Polsce.

Rozdział 14. został poświęcony głównemu ogniwu publicznego systemu finansowego, którym jest system budżetowy państwa. Autorka skoncentrowała się prawie wyłącznie na problematyce polskiej, rozgraniczając tu kwestie budżetu państwa (podrozdziały 14.1–14.4), Skarbu Państwa (podrozdział 14.5) oraz perspektyw polityki budżetowej (podrozdział 14.7). Ciągłość wywodów zakłócił interesujący skądinąd podrozdział 14.6 pt. „Budżet Unii Europejskiej”.

Szkoda, że Autorka nie wprowadziła choćby wybranych elementów analizy porównawczej, ukazującej pewne standardy organizacji i funkcjonowania budżetu państwa oraz instytucji para- i pozabudżetowych w innych krajach niż Polska.

Podobny zarzut można postawić rozdziałowi 15. pt. „System finansowy jednostek samorządu terytorialnego”. Mimo że napisany z dużym znanstwem te-

matu ogranicza się do rozwiązań systemowych stosowanych w Polsce. Czytelnik dowiaduje się, jakie są podstawy prawne gospodarki finansowej samorządu terytorialnego (podrozdział 15.1) oraz jak kształtuje się w Polsce pionowy podział zadań i wydatków publicznych pomiędzy państwo a samorząd terytorialny (podrozdziały 15.2–15.4). Następnie opisane są źródła dochodów w budżetach samorządowych (podrozdziały 15.5–15.6). Wypada tu podkreślić, że zwrócono uwagę na perspektywiczne możliwości zwiększenia źródeł finansowania zadań samorządowych dzięki zaangażowaniu środków finansowych pochodzących od podmiotów niepublicznych (podrozdział 15.7 pt. „Partnerstwo publiczno-prywatne”). Można by oczywiście rozszerzyć tu pole widzenia przez wprowadzenie problematyki organizacji pozarządowych, które są w stanie wspomagać finansowanie klasycznych usług publicznych zarówno na szczeblu lokalnym, jak też centralnym. Rozumiem jednak, że ograniczenia objętościowe zmusiły do rezygnacji z niektórych interesujących wątków.

Zdecydowanie zbyt zwięźle ujęto natomiast problem lokalnego długu publicznego, ukryty w podrozdziale 15.8 pt. „Przychody i rozchody budżetów jednostek samorządu terytorialnego”. Szkicowo zostały też przedstawione kwestie procedury przygotowywania, uchwalania oraz wykonywania i kontroli budżetów samorządowych (podrozdziały 15.9–15.10). Poprawnie, lecz raczej jako konspekt, a nie tekst *sensu stricto*, ujęty został podrozdział 15.11 pt. „Kierunki zmian w systemie finansowym jednostek samorządu terytorialnego”.

Logicznym następstwem charakterystyki dwu głównych ogniw systemu finansów publicznych, tj. państwowej i samorządowej gospodarki budżetowej, jest przejście do pozostałych ogniw, przede wszystkim funduszy parabudżetowych, nazwanych w książce funduszami celowymi, tj. zgodnie z nazewnictwem polskiego ustawodawstwa. W rozdziale 16. pt. „Fundusze celowe”, podobnie jak w poprzednich rozdziałach, ograniczono się do opisu rozwiązań systemowych stosowanych w Polsce – jeśli pominiemy jeden akapit na s. 184 tomu II, oparty na informacji „z drugiej ręki”, tj. na publikacji J. Szolno-Koguc (2007). Autorka sumiennie i starannie prezentuje system funduszy w Polsce, ilustrując informacje stosownym materiałem liczbowym. Końcowy podrozdział 16.6 pt. „Kierunki zmian funkcjonowania funduszy celowych” pozbawiony jest – moim zdaniem – szerszego „oddechu teoretycznego”, do czego przydatne byłoby oczywiście wykorzystanie elementów analizy porównawczej w skali europejskiej.

Zarzut nadmiernego ograniczania się do problematyki polskiej nie można natomiast postawić rozdziałowi 17. pt. „Pomoc publiczna”. Temat ten został ujęty dość wszechstronnie, kompetentnie oraz interesująco, toteż wyróżnia się korzystnie na tle wcześniejszych rozdziałów drugiej części recenzowanego dzieła.

Interesująco, aczkolwiek kontrowersyjnie, przedstawiono problematykę rozdziału 18. pt. „Polityka fiskalna”. Kwestie podatków i pozostałych danin publicznych zostały w niej niejako wyparte przez rozważania na temat wydatków oraz deficytu budżetowego. Jest to wszakże problem kompozycji całej omawianej części recenzowanego dzieła i wiązania ze sobą różnych wątków szczegółowych. Istnieje tu wiele możliwych do zastosowania wariantów, a ich rozważanie w momencie, kiedy książka jest już gotowa i dostępna na rynku wydawniczym, nie ma sensu.

W rozdziale 19. pt. „Dług publiczny” poprawnie opisano: pojęcie i rodzaje długu publicznego (podrozdział 19.1), problem dopuszczalnych granic zadłużenia (podrozdział 19.2), ewolucję zjawiska długu w Polsce w okresie transformacji (podrozdział 19.3), strategię oraz kierunki rozwoju metod zarządzania długiem publicznym (podrozdziały 19.4–19.5).

Ogólnie biorąc, część druga w porównaniu z częścią pierwszą recenzowanej książki koncentruje się przeważnie na opisie polskich rozwiązań systemowych, częściowo ilustrowanych danymi statystycznymi. Mniej tu natomiast teorii, a zwłaszcza elementów analizy porównawczej.

Część trzecia książki pt. „Finanse podmiotów sfery realnej” obejmuje rozdział 20. pt. „Gospodarstwa domowe” oraz rozdział 21. pt. „Przedsiębiorstwa”. Jest to najmniej obszerna część recenzowanego dzieła (około 10% tekstu).

Rozdział 20. ogranicza się praktycznie do wskazania zmian w finansach polskich gospodarstw domowych w okresie transformacji ustrojowej, a „...przedmiotem analizy jest sposób rozdysponowywania siły nabywczej gospodarstw domowych, wynikającej z bieżących dochodów osobistych (rozporządzalnych), z uwzględnieniem roli podatków, oszczędności i kredytów konsumpcyjnych na tle zmian rynkowego i publicznego systemu finansowego” (tom II, s. 399). Tekst rozdziału 20. napisany jest w sposób kompetentny i dobrze udokumentowany.

Bardzo skromnie określili swoje zamierzenia badawcze Autorzy rozdziału 21. pt. „Przedsiębiorstwa”, zapowiadając na s. 434 tomu II, że „treść rozdziału jest próbą krótkiej prezentacji wybranych zagadnień z zakresu finansów przedsiębiorstwa, których znajomość ułatwia dobre zarządzanie przedsiębiorstwem”. Skutkiem tego jest następująca sekwencja prezentowanych zagadnień:

pojęcie finansów przedsiębiorstwa (podrozdział 21.1), źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa (podrozdział 21.2), strategia podatkowa przedsiębiorstwa (podrozdział 21.3), związki finansów przedsiębiorstwa z pozostałymi elementami systemu finansowego (podrozdział 21.4) i kierunki zmian w tym zakresie (podrozdział 21.6), a także wcześniej – wybrane zagadnienia zarządzania finansami przedsiębiorstwa, takie jak decyzje inwestycyjne, analiza wskaźnikowa czy zarządzanie kapitałem obrotowym i zapasami (podrozdział 21.5).

Ostatni, 22. rozdział recenzowanej książki nosi tytuł „Zakończenie. Krajowy system finansowy wobec globalizacji”.

Autor podzielił podjęty temat na cztery bloki tematyczne, odpowiadające podrozdziałom opracowania: 1) „przesłanki globalizacji rozumianej jako tendencja do umiędzynarodowienia każdej dziedziny działalności społeczeństwa” (tom II, s. 473), 2) systemowe aspekty „umiędzynarodowienia” finansów, 3) przesłanki pogłębiania i rozszerzania integracji w Europie, 4) „następstwa globalizacji i integracji europejskiej dla rozwoju krajowych systemów finansowych, w tym dla systemu finansowego w Polsce” (tom II, s. 473). Taki pomysł na zakończenie książki o treści niezwykle bogatej i zróżnicowanej wydaje się nader udany.

Całość dzieła oceniam bardzo wysoko – zarówno wątki teoretyczne, jak również walory informacyjno-aplikacyjne. Widać w nim ogromną erudycję, doświadczenie i sprawność warsztatową, dotyczącą nie tylko samych badań, ale także sposobów prezentowania ich wyników.

Dysproporcje i różnice w sposobie ujmowania problematyki podjętej przez poszczególnych Autorów wydają się nieuniknione w każdym dziele zbiorowym.

Nowe wydanie książki *System finansowy w Polsce* jest wysoce wartościowym podręcznikiem akademickim, godnym polecenia nie tylko studentom, lecz także pracownikom instytucji finansowych oraz politykom, których wpływu na obowiązujące rozwiązania legislacyjne lekceważyć nie wolno, a stanowienie dobrego prawa wymaga przecież gruntownej erudycji.

Na zakończenie pragnę stwierdzić, że dostrzegam i doceniam postęp, jaki Autorzy osiągnęli w porównaniu z pierwszym wydaniem książki. Mam nadzieję, że następne edycje recenzowanego dzieła będą jeszcze lepsze, bogatsze i ciekawsze, czego serdecznie życzę całemu zespołowi autorskiemu.

Bibliografia

- Fedorowicz Z. (1998), recenzja w: „*Ekonomista*”, nr 5–6, s. 755–758.
Porwit K. (1998), recenzja w: „*Gospodarka Narodowa*”, nr 2–3, s. 69–77.
Szołno-Koguc J. (2007), *Funkcjonowanie funduszy celowych w Polsce w świetle zasad racjonalnego gospodarowania środkami publicznymi*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.