

Patronat naukowy:

Katedra Ekonomii

Katedra Inwestycji i Nieruchomości

Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania

Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu



Problemy gospodarki światowej

Tom III

**pod redakcją
Magdaleny Kuczmarskiej i Ilony Pietryka**

Instytut Badań Gospodarczych

**Polskie Towarzystwo Ekonomiczne
Oddział w Toruniu**

Toruń 2013

Recenzenci:

dr Adam P. Balcerzak, dr inż. Małgorzata Jaworek, dr Agata Kubiczek,
dr Marcin Kuzel, dr Michał Moszyński, dr Aneta Szóstek,
dr Dorota Żuchowska

Redaktor prowadzący:

dr Adam P. Balcerzak

Korekta:

Magdalena Kuczmarska, Ilona Pietryka

Projekt okładki:

Jarosław Cholewiński

© Copyright by Instytut Badań Gospodarczych i Polskie Towarzystwo
Ekonomiczne Oddział w Toruniu

ISBN 978-83-62049-23-3

Instytut Badań Gospodarczych
ul. Kopernika 21
87-100 Toruń
www.badania-gospodarcze.pl

Polskie Towarzystwo Ekonomiczne
Oddział w Toruniu
ul. Kopernika 21
87-100 Toruń
e-mail: pte@umk.pl
www.pte.umk.pl

Drukarnia Cyfrowa EIKON PLUS
ul. Wybickiego 46
31-302 Kraków

Spis treści

PRZEDMOWA (Michał Moszyński).....	11
WPROWADZENIE(Magdalena Kuczmarska, Ilona Pietryka)	13

CZĘŚĆ I

OBECNY KSZTAŁT I PRZYSZŁOŚĆ MIĘDZYNARODOWEGO RYNKU FINANSOWEGO

Mariusz Kapuściński, Radosław Kotkowski

WPŁYW 3-LETNICH DŁUGOTERMINOWYCH OPERACJI REFINANSUJĄCYCH EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO NA GOSPODARKE STREFY EURO	17
WPROWADZENIE.....	18
3-LETNIE DŁUGOTERMINOWE OPERACJE REFINANSUJĄCE EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO – CHARAKTERYSTYKA I KANAŁY ODDZIAŁYWANIA	20
WPŁYW 3-LETNICH LTRO EBC NA RYNKI FINANSOWE.....	22
WPŁYW 3-LETNICH LTRO EBC NA PODAŻ PIENIĄDZA	26
CZYNNIKI ODDZIAŁUJĄCE NA KREDYT W STREFIE EURO	28
RECESJA BILANSOWA	30
ZAGROŻENIA WYNIKAJĄCE Z ZASTOSOWANIA LTRO.....	33
ZAKOŃCZENIE.....	34
LITERATURA.....	35

Rafał Rybacki

RACJONALNA NIERACJONALNOŚĆ INWESTORÓW – WPŁYW

DZIAŁAŃ INWESTORÓW NA EFEKTYWNOŚĆ RYNKU

KAPITAŁOWEGO	37
WPROWADZENIE.....	38
EFEKTYWNOŚĆ INFORMACYJNA RYNKU A RACJONALNOŚĆ STOSOWANYCH NARZĘDZI WYBORU (ANALIZ) PRZEDMIOTU INWESTYCJI.....	39
KONTROWERSJE WOKÓŁ RZECZYWISTEJ FORMY EFEKTYWNOŚCI INFORMACYJNEJ RYNKÓW KAPITAŁOWYCH	42
MODEL WPŁYWU DECYZJI INWESTORÓW NA EFEKTYWNOŚĆ INFORMACYJNĄ RYNKU KAPITAŁOWEGO.....	45
ZAKOŃCZENIE.....	47
LITERATURA.....	47

Justyna Kłobukowska

RYNKI FINANSOWE WOBEC ZMIAN DEMOGRAFICZNYCH	51
WPROWADZENIE.....	52
SYTUACJA DEMOGRAFICZNA NA ŚWIECIE I JEJ KONSEKWENCJE.....	53
PRODUKTY EMERYTALNO-UBEZPIECZENIOWE	56
RYNEK KAPITAŁOWY I RYNEK ODWRÓCONEJ HIPOTEKI.....	58
FORMY ZABEZPIECZANIA PRZED SKUTKAMI RYZYKA DŁUGOWIECZNOŚCI.....	61
ZAKOŃCZENIE.....	63
LITERATURA.....	64

CZĘŚĆ II

CZYNNIKI WZROSTU GOSPODARCZEGO W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

Joanna Krawczyk

EKONOMIA A PAŃSTWO – WPŁYW WOLNOŚCI EKONOMICZNEJ NA WZROST GOSPODARCZY	69
WPROWADZENIE.....	70
BADANIA NAD WOLNOŚCIĄ GOSPODARCZĄ	71
WOLNOŚĆ GOSPODARCZA – DEFINICJA I POMIAR	72
WZROST GOSPODARCZY Z PUNKTU WIDZENIA HUMAN DEVELOPMENT INDEX (HDI).....	74
MODEL DANYCH PANELOWYCH.....	75
UWARUNKOWANIA UMOŻLIWIĄJĄCE	77
WZROST WOLNOŚCI	77
ZAKOŃCZENIE.....	79
LITERATURA.....	80

Katarzyna Brzoska, Aleksandra Lewandowska

WZROST GOSPODARCZY W ŚWIETLE KONCEPCJI ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU	83
WPROWADZENIE.....	84
MECHANIZM I ŹRÓDŁA WZROSTU GOSPODARCZEGO	85
ROZWÓJ KONCEPCJI ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU	88
WSKAŹNIKI ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU	89

ZAKOŃCZENIE.....	96
LITERATURA.....	96

Jakub Kozłowski

KONWERCENCJA REALNA DOJRZAŁYCH GOSPODAREK STREFY EURO. CZY UNIA GOSPODARCZO-WALUTOWA RZECZYWIŚCIE PRZYCZYNIĄ SIĘ DO WYRÓWNYWANIA POZIOMU ŻYCIA JEJ MIESZKAŃCÓW?	99
WPROWADZENIE.....	100
ANALIZA KONWERCENCJI TYPU <i>SIGMA</i>	102
ANALIZA KONWERCENCJI ABSOLUTNEJ TYPU <i>BETA</i>	104
BADANIE TENDENCJI PKB <i>PER CAPITA</i> DANYCH GOSPODAREK JAKO UDZIAŁ W PRZECIĘTNYM PKB <i>PER CAPITA</i> DLA CAŁEJ GRUPY KRAJÓW	109
ZAKOŃCZENIE.....	111
LITERATURA.....	112

CZĘŚĆ III

TRENDY INWESTYCYJNE W GLOBALNEJ GOSPODARCE

Sandra Rataj

PRAWNE ASPEKTY BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH W INDIACH	115
WPROWADZENIE.....	116
EWOLUCJA POLITYKI BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH W INDIACH	117
REGULACJE PRAWNE W ZAKRESIE BIZ W INDIACH W 2011 R.	119

SPECJALNE STREFY EKONOMICZNE	122
ZAKOŃCZENIE.....	127
LITERATURA.....	128

Magdalena Kuczmarska

BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE ZAGRANICZNE TYPU <i>GREENFIELD</i> I <i>BROWNFIELD</i> W POLSCE W LATACH 2003-2011.....	131
WPROWADZENIE.....	132
SPOSOBY WEJŚCIA INWESTORA ZAGRANICZNEGO DO KRAJU PRZYJMĄCEGO	132
SKALA INWESTYCJI TYPU <i>GREENFIELD</i> I <i>BROWNFIELD</i> W POLSCE.....	135
STRUKTURA BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH TYPU <i>GREENFIELD</i> I <i>BROWNFIELD</i> W POLSCE.....	137
ZAKOŃCZENIE.....	141
LITERATURA.....	142

Krzysztof Skieresz

INWESTYCJE NA RYNKU ZŁOTA W POLSCE.....	145
WPROWADZENIE.....	146
KRÓTKA HISTORIA ZŁOTA.....	146
RYNEK ZŁOTA W POLSCE	149
ZAKOŃCZENIE.....	157
LITERATURA.....	157

CZĘŚĆ IV

WYMIAR MORALNY I FUNDAMENTY ETYCZNE WSPÓŁCZESNEGO KAPITALIZMU

Bartłomiej Perekitko

RYNEK USŁUG HAZARDOWYCH – WOLNY RYNEK CZY

INTERWENCJA PAŃSTWA?	161
WPROWADZENIE.....	162
ORGANIZACJA RYNKU HAZARDOWEGO	162
PRZEGLĄD REGULACJI.....	165
ZAKOŃCZENIE.....	170
LITERATURA.....	170

Ewa Wilmanowicz

ROLA MEDIÓW SPOŁECZNOŚCIOWYCH WE WSPÓŁCZESNEJ

GOSPODARCE ŚWIATOWEJ	173
WPROWADZENIE.....	174
POTĘGA PORTALI SPOŁECZNOŚCIOWYCH	174
REKLAMA I <i>PUBLIC RELATIONS</i> ZA POŚREDNICTWEM <i>SOCIAL MEDIA</i>	176
ZNACZENIE <i>SOCIAL MEDIA</i> W INNYCH OBSZARACH GOSPODARKI ŚWIATOWEJ	177
RYNKI FINANSOWE W RĘKACH <i>SOCIAL MEDIA</i>	179
ZAKOŃCZENIE.....	180
LITERATURA.....	181

NOTA O AUTORACH	183
-----------------------	-----

PRZEDMOWA

Od jesieni 2008 r., kiedy upadł bank inwestycyjny Lehman Brothers, problematyka kryzysów znajduje się w centrum zainteresowania opinii publicznej, polityków i badaczy. Zawirowania płynnie przechodziły z rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, poprzez sieć powiązań finansowych na sferę realną w większości krajów świata. Kryzys, jak w starym dowcipie, udowodnił, że ma się dobrze i rozlał się na Europę w różnych odmianach – kryzysu greckiego, kryzysu zadłużeniowego i kryzysu strefy euro.

Ekonomiści znaleźli się w ogniu krytyki. Nie potrafili przewidzieć turbulencji i wciąż nie mają gotowej recepty na wyjście z tarapatów. Co więcej, okazało się, że w nauce ekonomii również dochodzi do sporych wstrząsów, wewnętrznego rozdarcia pomiędzy obowiązującymi paradygmatami i spadkiem zaufania do możliwości predykcyjnych teorii.

Dyskutowanej hipertrofii światowych finansów (obroty na rynkach finansowych przekraczają wielokrotnie obroty w sferze realnej) towarzyszył szybki rozwój gałęzi nauki przydatnych do „poruszania się” w świecie finansów – inżynierii finansowej, wyspecjalizowanej ekonometrii, finansów behawioralnych, neurofinansów itp. W Polsce oznaką tego trendu jest „awans” finansów do rangi odrębnej dyscypliny w dziedzinie nauk ekonomicznych od 2010 r.

Z prawdziwą przyjemnością biorę zatem do ręki pozycję, która stanowi owoc III Ogólnopolskiej Studenckiej Konferencji Naukowej pt. *Problemy gospodarki światowej*. Publikacja ta doskonale odzwierciedla nie tylko „problemy w gospodarce” i nauce, ale sięga znacznie głębiej w stronę teoretycznych rozważań prowadzonych „u podstaw” ładu gospodarczego. Odnawia się bowiem kwestia regulacji międzynarodowego rynku finansowego i jego relacji z „fundamentami” gospodarki (część I). W sytuacji przedłużającej się niepewności, rosnącego zadłużenia i stagnacji należy dokonać szczególnych starań, by poznać i stymulować czynniki wzrostu gospodarczego (część II) i skłonić inwestorów, by wreszcie zintensyfikowali nakłady (część III).

Warto też zawsze pytać o moralne postawy kapitalizmu (część IV). Pamiętajmy, że ojciec ekonomii, Adam Smith, często niesłusznie stawiany dziś w szeregu patronów współczesnego „dzikiego neoliberalizmu” był

przede wszystkim filozofem i zanim napisał słynne *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, stworzył inne dzieło – *Teorię uczuć moralnych*, w którym pyta o sympatię do drugiej osoby, empatię i cnotę. Wyraźnie ostrzega przed „rozkładem uczuć moralnych, spowodowanym tendencją do podziwiania bogatych i możnych, a pogardzania i lekceważenia ludzi ubogich i zajmujących niską pozycję”. Z lektury Smitha płynie wniosek, że ludzie wcale się nie zmienili. Trudno zatem zgodzić się z argumentami, że u źródeł obecnych problemów makroekonomicznych leży ludzka chciwość. Ponadto, kryzys gospodarczy wcale nie musi oznaczać kryzysu kapitalizmu. Wręcz przeciwnie, ta gorączka może być objawem innych chorób – błędów w regulacji i niewłaściwej polityki makroekonomicznej.

Kończąc przydługawą przedmowę, sprowokowaną lekturą opracowania, chciałbym wyrazić satysfakcję, iż inicjatywa młodych członków toruńskiego oddziału Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego trafiła na podatny grunt. Coroczne spotkania młodych adeptów nauk ekonomicznych w gościnnych progach toruńskiej uczelni stały się już pewną tradycją. Miejmy nadzieję, że będzie ona z sukcesem kontynuowana.

Michał Moszyński

WPROWADZENIE

Z nieskrywaną radością oddajemy w ręce Czytelnika niniejszą monografię. Mnogość refleksji wśród młodych ekonomistów i chęć podzielenia się nimi daje nam uzasadnioną nadzieję, że cykl wydawniczy *Problemy gospodarki światowej* będzie na stałe kojarzony jako miejsce naszych spotkań.

Tom trzeci zawiera jedenaście artykułów pogrupowanych w cztery zwarte merytorycznie części.

Pierwsza z nich dotyczy rozważań na temat obecnego stanu i perspektyw rozwoju globalnego rynku finansowego. W artykule otwierającym niniejszy tom Autorzy podjęli się próby oceny makroekonomicznych skutków stosowania niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej w Eurosystemie. Analizą zostały objęte obszary bezpośrednio powiązane z decyzjami Europejskiego Banku Centralnego: rynki finansowe, podaż pieniądza oraz kredyt. Autor drugiego opracowania, konstruując model zmiennej w czasie efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, znajduje wzajemne powiązania pomiędzy jej formą a racjonalnością decyzji podejmowanych przez inwestorów. Trzeci artykuł prezentuje zmiany zachodzące na rynku finansowym pod wpływem zmieniającej się struktury demograficznej społeczeństwa. W swoich rozważaniach Autorka koncentruje się na dwóch obszarach: strefie techniczno-organizacyjnej oraz ofercie produktowej rynku finansowego.

Druga część traktuje o determinantach wzrostu gospodarczego we współczesnej gospodarce. W artykule wprowadzającym w ową tematykę Autorka stara się dowieść, że ład instytucjonalny oparty na poszanowaniu własności prywatnej pobudza rozwój gospodarczy. Drugie opracowanie koncentruje się na poszukiwaniu związków przyczynowo-skutkowych pomiędzy zrównoważonym rozwojem a wzrostem gospodarczym państwa. Autor kolejnego opracowania podejmuje się próby analizy konwergencji realnej krajów dojrzałych gospodarczo, należących do strefy euro na tle wybranych państw członkowskich OECD.

Artykuły zawarte w trzeciej części monografii poruszają tematykę trendów inwestycyjnych w globalnej gospodarce. Dwa pierwsze odnoszą się do zjawiska bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Jedną z podjętych kwestii jest kształt regulacji prawnych dotyczących ich podejmowania ukazany na przykładzie gospodarki indyjskiej. Kolejna stanowi przybliżenie skali

i struktury napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski ze względu na sposób wejścia inwestora. Tematykę inwestycyjną wieńczy artykuł poświęcony złotemu kruszcowi – jednej z najbardziej atrakcyjnych form lokowania kapitału.

Ostatnia część niniejszej monografii porusza kwestie związane z wy-
miarem moralnym i fundamentami etycznymi współczesnego kapitalizmu. Autor pierwszego opracowania poszukuje złotego środka pomiędzy wolnością gospodarczą a interwencjonizmem państwa próbując rozstrzygnąć jak szeroki powinien być zakres prawnych regulacji rynku hazardowego przy jednoczesnym poszanowaniu wolności człowieka. Ostatni artykuł prezentuje wpływ mediów społecznościowych na współczesną gospodarkę. Zdaniem jego Autorki tego typu kanały komunikacji sprzyjają nie tylko przemianom technologicznym, lecz także przyczyniają się do zmian w rozmaitych segmentach światowych rynków.

Magdalena Kuczmarska, Ilona Pietryka

CZĘŚĆ I

OBECNY KSZTAŁT I PRZYSZŁOŚĆ MIĘDZYNARODOWEGO RYNKU FINANSOWEGO

Mariusz Kapuściński, Radosław Kotkowski

WPŁYW 3-LETNICH DŁUGOTERMINOWYCH OPERACJI REFINANSUJĄCYCH EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO NA GOSPODARKE STREFY EURO

Słowa kluczowe: *polityka pieniężna, LTRO, recesja bilansowa, kryzys finansowy, EBC*

Abstrakt: Celem artykułu jest ocena wpływu 3-letnich długoterminowych operacji refinansujących (*longer-term refinancing operations* – LTRO) przeprowadzonych przez Europejski Bank Centralny (EBC) w grudniu 2011 r. i lutym 2012 r. na gospodarkę strefy euro. Analiza wpływu obejmuje okres od ogłoszenia 3-letnich LTRO 8 grudnia 2011 r. do końca marca 2012 r. W pierwszej części pracy przedstawiono uwarunkowania towarzyszące decyzji EBC o rozszerzeniu niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej oraz scharakteryzowano wprowadzonych środków. Następnie zestawiono kanały oddziaływania i wpływ operacji na: rentowności obligacji rządowych, stopy procentowe na rynku międzybankowym, indeksy giełdowe oraz rentowności obligacji korporacyjnych.

W kolejnej części, w celu zbadania kierunków rozdysponowania płynności dostarczonej przez EBC, analizie poddano bilans sektora bankowego w strefie euro. Dostrzegając spadek kredytu dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych w okresie bezpośrednio następującym po 3-letnich LTRO przeanalizowano czynniki podażowe i popytowe ograniczające akcję kredytową. W tym celu wykorzystano wyniki ankiety „Bank Lending Survey” oraz sprawdzono aplikowalność hipotezy recesji bilansowej zaproponowanej przez Richarda Koo do aktualnej sytuacji w strefie euro.

W końcu, przeanalizowano zagrożenia płynące z wprowadzenia niestandardowych instrumentów zastosowanych przez EBC. Zgodnie z wnioskami płynącymi z niniejszej pracy, 3-letnie długoterminowe operacje refinansujące przyczyniły się do zmniejszenia napięcia na rynkach finansowych, ograniczając ryzyko niewypłacalności kolejnych państw i załamania na rynku kredytowym. Mimo to, zacieśnienie fiskalne w krajach peryferyjnych strefy euro w warunkach delewarowania sektora prywatnego może zneutralizować wpływ operacji na gospodarkę.

THE IMPACT OF 3-YEAR LONGER-TERM REFINANCING OPERATIONS OF EUROPEAN CENTRAL BANK ON EURO AREA ECONOMY

Keywords: *monetary policy, LTRO, balance sheet recession, financial crisis, ECB*

Abstract: The aim of this article is to assess the impact of 3-year longer-term refinancing operations (LTRO), conducted by European Central Bank in December and February of 2012, on the euro area economy. Analysis covers the period between an announcement of 3-year LTRO (8 December 2011) and the end of March 2012. First part of paper is explaining circumstances during EBC decision on expanding unconventional monetary policy measures, and describes introduced measures. Then the channels through the operation affects the economy are compiled, so as their impact on: government bond yields, money market interest rates, stock indices and corporate bond yields.

In next part, in order to assess the allocation of the liquidity provided by ECB, the balance sheet of the euro area banking sector is examined. Due to decrease in credit for households and non-financial corporations directly after 3-year LTRO, the demand- and supply-side factors reducing credit are searched.

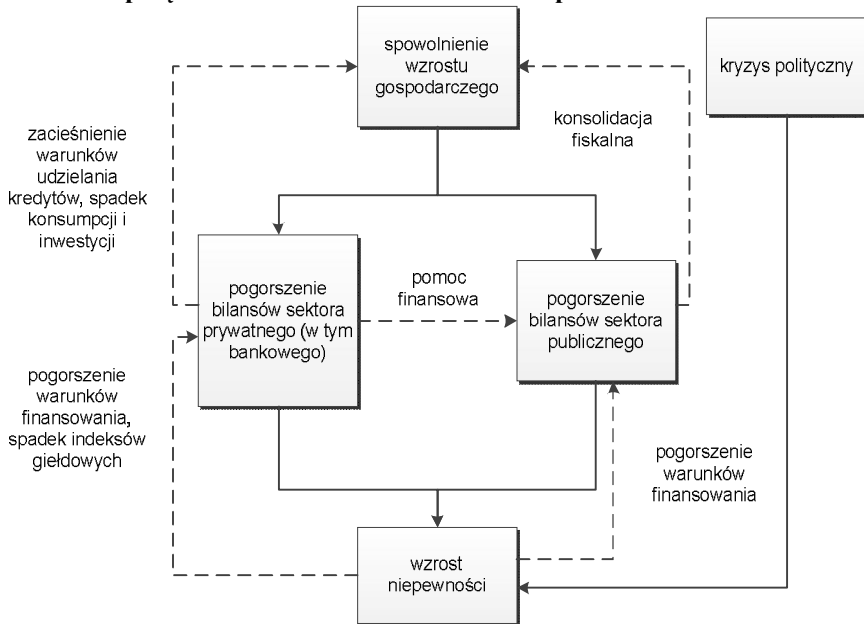
Therefore „Bank Lending Survey” is used to check whether the balance sheet recession hypothesis, proposed by Richard Koo, applies to the situation in the euro area. Finally, assessment of the threats of unconventional policy measures introduced by EBC is measured. According to the article, 3-year LTRO eased tensions on financial markets, reducing threat of sovereign defaults and credit crunch. However, fiscal tightening in peripheral countries during private sector deleveraging may to a large extent offset the impact of the operation on the euro area economy.

WPROWADZENIE

Po kryzysie gospodarczym z lat 2008-2009, w 2010 r. oraz w I połowie 2011 r. gospodarka strefy euro znajdowała się w fazie ożywienia. W II połowie 2011 r. wzrost cen surowców, trwające zacieśnienie fiskalne oraz spadek zaufania konsumentów i przedsiębiorstw działały w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego. Niekorzystny wpływ tego zjawiska na bilanse sektora prywatnego (w tym bankowego) i publicznego, przyczynił się do powrotu obaw o możliwość podtrzymania zadłużenia. Ponadto w II połowie 2011 r. pojawiły się trudności w osiągnięciu konsensusu politycznego w sprawie zacieśnienia fiskalnego w krajach peryferyjnych strefy euro. W listopadzie 2011 r. miała miejsce zmiana premierów w Grecji i we Włoszech. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście niepewności na ryn-

kach finansowych. W sierpniu 2011 r. globalna awersja do ryzyka, mierzona indeksem zmienności VIX, wzrosła do najwyższego poziomu od maja 2010 r. Sprzężenia zwrotne pomiędzy spowolnieniem wzrostu gospodarczego, pogorszeniem bilansów sektora prywatnego i publicznego oraz wzrostem niepewności na rynkach finansowych w strefie euro zostały przedstawione na schemacie 1.

Schemat 1. Sprzężenia zwrotne w strefie euro w II połowie 2011 r.



Źródło: opracowanie własne.

Wzrost niepewności na rynkach finansowych działał w kierunku pogorszenia warunków finansowania sektora prywatnego i publicznego oraz spadku indeksów giełdowych. W przypadku sektora prywatnego, wzrosły rentowności obligacji korporacyjnych oraz premia za ryzyko w sektorze bankowym. W odniesieniu do sektora publicznego, wzrosły rentowności obligacji rządowych. Wzrost kosztów finansowania przyczynił się do pogorszenia bilansów. Dodatkowo, w kierunku pogorszenia bilansów sektora prywatnego działał spadek indeksów giełdowych i cen obligacji rządowych. Pogorszenie bilansów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych przyczyniło się do spadku konsumpcji i inwestycji. W przypadku sektora bankowego, zacieśniono warunki udzielania kredy-

tów¹. Natomiast w odniesieniu do sektora publicznego, problemy z osiągnięciem celów fiskalnych zmuszały do dodatkowej konsolidacji fiskalnej. Dodatkowo, pogorszenie bilansów sektora bankowego zwiększało prawdopodobieństwo pomocy rządowej, pogarszającej bilans sektora publicznego. W końcu, spadek kredytu i zacieśnienie fiskalne wpłynęły na spowolnienie wzrostu gospodarczego. W ten sposób gospodarka strefy euro znalazła się w „złej” równowadze (MFW, 2011, s. 14-17).

3-LETNIE DŁUGOTERMINOWE OPERACJE REFINANSUJĄCE EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO - CHARAKTERYSTYKA I KANAŁY ODDZIAŁYWANIA

Przywróceniu gospodarki do „dobrej” równowagi miało sprzyjać przeprowadzenie przez EBC dwóch 3-letnich długoterminowych operacji refinansujących. LTRO to operacje otwartego rynku, polegające na dostarczeniu płynności do sektora bankowego w formie pożyczki pod zastaw. Zwykle przeprowadzane są one co miesiąc, z 3-miesięcznym terminem zapadalności. EBC ocenia zapotrzebowanie sektora bankowego na płynność i rozdziela tę ilość podczas przetargów. Banki składające oferty wskazują w nich wysokość oprocentowania, jakie są gotowe zapłacić za uzyskaną płynność (EBC, 2012c). 8 grudnia 2011 r. EBC zapowiedział przeprowadzenie LTRO w grudniu 2011 r. i lutym 2012 r. Termin zapadalności miał być 36-miesięczny, z możliwością wcześniejszej spłaty po 12 miesiącach. EBC zdecydował, że przydzieli całkowitą kwotę płynności, o jaką wystąpią banki. Oprocentowanie miało być równe średniej stopie podstawowych operacji refinansujących z okresu operacji, a odsetki miały być płatne wraz z zapadnięciem terminu płatności. Zgodnie z komunikatem po posiedzeniu Rady Zarządzającej EBC, instrumenty zastosowane 8 grudnia 2011 r.² „powinny zapewnić lepszy dostęp sektora bankowego do płynności oraz poprawić funkcjonowanie rynku pieniężnego w strefie euro”. Miały one „podtrzymywać dostarczanie kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych”. W ramach pierwszej 3-letniej operacji LTRO 523 banki otrzymały 489 mld EUR, przy czym 46 mld EUR stanowiła za-

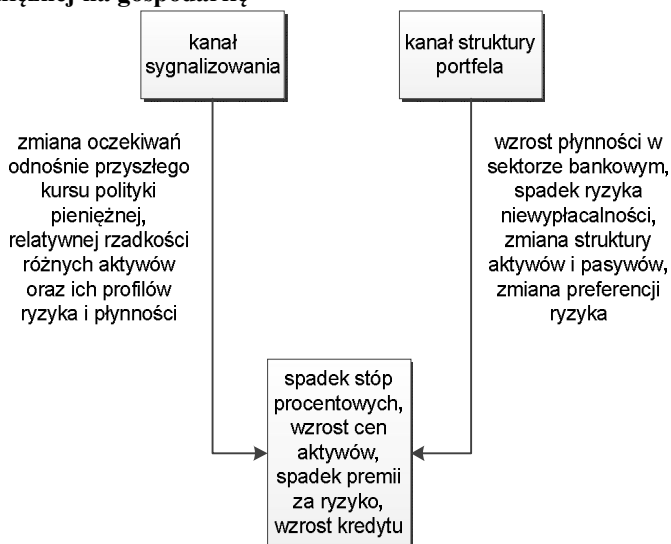
¹ Dodatkowo, w kierunku zacieśnienia warunków udzielania kredytów działał plan rekapitalizacji europejskich banków, zgodnie z którym 65 dużych banków musiało uzyskać relację kapitału Tier 1 do aktywów ważonych ryzykiem na poziomie 9% do końca czerwca 2012 r. (BRM, 2012, s. 6).

² Zdecydowano również o obniżeniu stopy podstawowych operacji refinansujących, zwiększeniu zakresu możliwych zabezpieczeń, obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych oraz zawieszeniu operacji dostrajających.

miana przez 123 banki terminu zapadalności 12-miesięcznych LTRO przeprowadzonych w październiku 2011 r. W ramach drugiej, 800 banków otrzymało 530 mld EUR. W sumie EBC przydzielił 1 010 mld EUR, co stanowi ok. 80% długu banków zapadającego w latach 2012-2014 (BRM, 2012, s. 3).

Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, w tym 3-letnie operacje LTRO, oddziałują na gospodarkę za pomocą dwóch kanałów: kanału sygnalizowania (*signalling channel*) oraz kanału struktury portfela (*portfolio balance channel*) (Borio, 2009, s. 13-14.). Sposób ich działania został przedstawiony na schemacie 2.

Schemat 2. Kanały oddziaływania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej na gospodarkę



Źródło: opracowanie własne na podstawie Borio (2009, s. 13-14); Komisja Europejska (2012, s. 22-23).

Kanał sygnalizowania sprawia, że sama zapowiedź wprowadzenia niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej wpływa na oczekiwania odnośnie czynników wpływających na ceny aktywów, m.in. przyszłego kursu polityki pieniężnej, relatywnej rzadkości różnych aktywów oraz ich profili ryzyka i płynności. Ponieważ w ramach LTRO EBC dostarczył znaczną ilość płynności do sektora bankowego, inwestorzy prawdopodobnie oczekiwali, że przynajmniej część z dodatkowej płynności zostanie przeznaczona na zakup pewnych aktywów, co zwiększy ich rzadkość, zmniejszy ryzyko oraz zwiększy płynność. Przyczyniło się to do poprawy

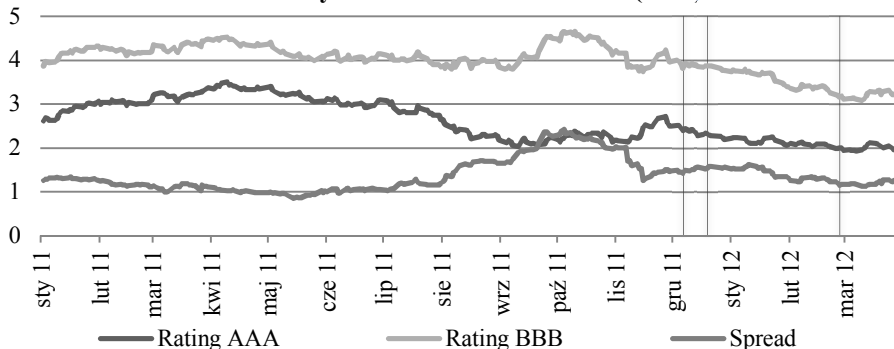
zaufania do tych aktywów, zmniejszenia premii za płynność oraz wzrostu obrotów.

Zmiana struktury portfela banków wynika z dostarczenia płynności do sektora bankowego. To z kolei wpływa na poprawę warunków finansowania, zmniejszając ryzyko niewypłacalności. 3-letnie LTRO umożliwiają przeznaczenie części dodatkowej płynności na zakup pewnych aktywów (co zmienia ich relatywną podaż oraz relatywne ceny) lub wzrost kredytu. Ponadto dostęp do finansowania na warunkach lepszych niż rynkowe może przyczynić się do zwiększenia podejmowanego ryzyka. W ten sposób bank centralny wprowadzając niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej może wpłynąć na stopy procentowe, ceny aktywów, premię za ryzyko oraz kredyt.

WPŁYW 3-LETNICH LTRO EBC NA RYNKI FINANSOWE

Wprowadzając 3-letnie LTRO, w grudniu 2011 r. oraz w I kwartale 2012 r., EBC udało się wpłynąć na rentowności obligacji korporacyjnych, premię za ryzyko na rynku międzybankowym, rentowności obligacji rządowych oraz indeksy giełdowe. Dodatkowo, w kierunku spadku niepewności na rynkach finansowych działało prawdopodobnie ogłoszenie wzmocnienia paktu fiskalnego, reform strukturalnych oraz konsolidacji fiskalnej. Wykres 1. przedstawia rentowności benchmarkowych 5-letnich obligacji korporacyjnych w strefie euro o ratingu AAA i BBB oraz *spread* między nimi.

Wykres 1. Rentowności benchmarkowych 5-letnich obligacji korporacyjnych w strefie euro w okresie od stycznia 2011 do marca 2012 (w %)

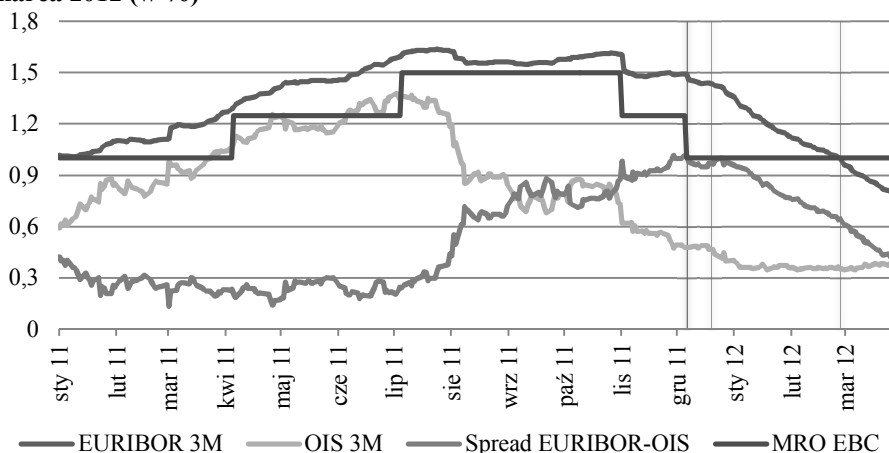


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters EcoWin.

Od ogłoszenia LTRO do końca marca 2012 r. spadła rentowność benchmarkowych 5-letnich obligacji korporacyjnych zarówno o najwyższym ratingu AAA (o 44 p.b. – z 2,40% do 1,96%) jak i o niższym ratingu BBB (o 58 p.b. – z 3,8% do 3,24%). Ponadto *spread* między nimi spadł o 15 p.b. – z 1,42 p.p. do 1,27 p.p. Poprawiło to dostęp do finansowania przedsiębiorstw niefinansowych oraz sektora bankowego. W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszyło to ryzyko utraty płynności oraz ułatwiło finansowanie inwestycji. Natomiast w przypadku sektora bankowego, oprócz dodatkowego (ponad LTRO) zmniejszenia ryzyka utraty płynności, ułatwiło finansowanie akcji kredytowej. Między grudniem 2011 r. a marcem 2012 r. przedsiębiorstwa niefinansowe wyemitowały obligacje o wartości netto 29 mld EUR wobec 20 mld EUR między sierpniem a listopadem 2011 r. Natomiast banki wyemitowały odpowiednio 175 mld EUR wobec 72 mld EUR.

Wykres 2. przedstawia stopę podstawowych operacji refinansujących EBC, 3-miesięczną stopę EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*), 3-miesięczną stopę OIS (*Overnight Indexed Swap*) oraz *spread* EURIBOR-OIS.

Wykres 2. Stopy procentowe w strefie euro w okresie od stycznia 2011 do marca 2012 (w %)



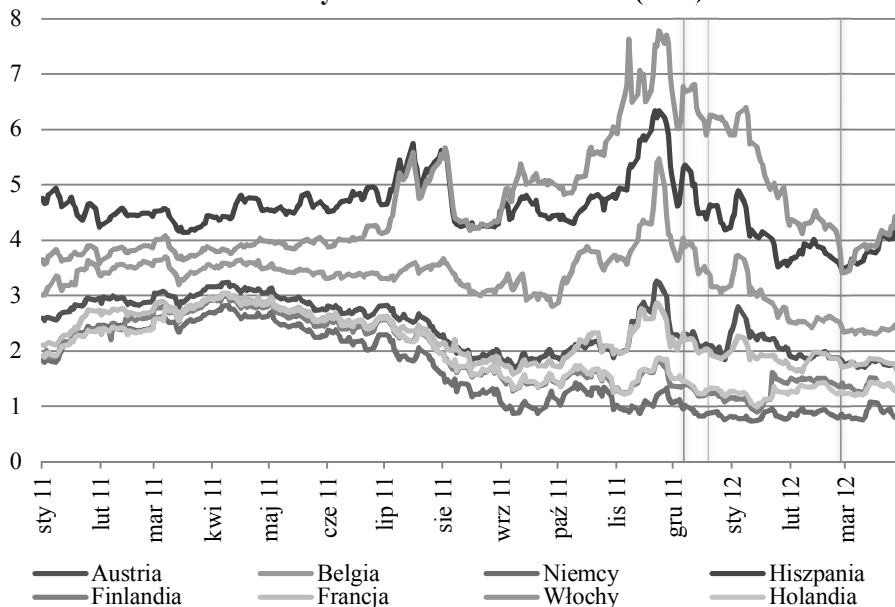
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters EcoWin.

EURIBOR to stopa, po jakiej banki są skłonne pożyczać fundusze w euro innym bankom. Natomiast OIS to kontrakt finansowy między dwoma stronami, które chcą wymienić dwa strumienie płatności odsetek – nie następuje wymiana kapitału. *Spread* pomiędzy stopą EURIBOR i stopą OIS

wskazuje na premię za ryzyko na rynku międzybankowym. Od ogłoszenia LTRO do końca marca stopa EURIBOR znacznie spadła (o 70 p.b. – z 1,49% do 0,79%). Podobnie *spread* EURIBOR-OIS (o 61 p.b. – z 1,01 p.p. do 0,40 p.b.). W tym czasie EBC obniżył stopę podstawowych operacji refinansujących o 25 p.b. - z 1,25% do 1%. Oznacza to, że stopa EURIBOR spadła w tym okresie bardziej, niż stopa operacji refinansujących. Ponadto, po drugich LTRO stopa EURIBOR spadła poniżej stopy operacji refinansujących. Wskazuje to na znaczny spadek napięcia na rynku międzybankowym w strefie euro.

Wykres 3. przedstawia rentowność 5-letnich benchmarkowych obligacji rządowych Austrii, Belgii, Niemiec, Finlandii, Francji, Holandii, Hiszpanii i Włoch – krajów trzonu z wyłączeniem Luksemburga oraz krajów peryferyjnych strefy euro, które dotąd nie zgłosiły się po pomoc finansową.

Wykres 3. Rentowność 5-letnich benchmarkowych obligacji rządowych w strefie euro w okresie od stycznia 2011 do marca 2012 (w %)



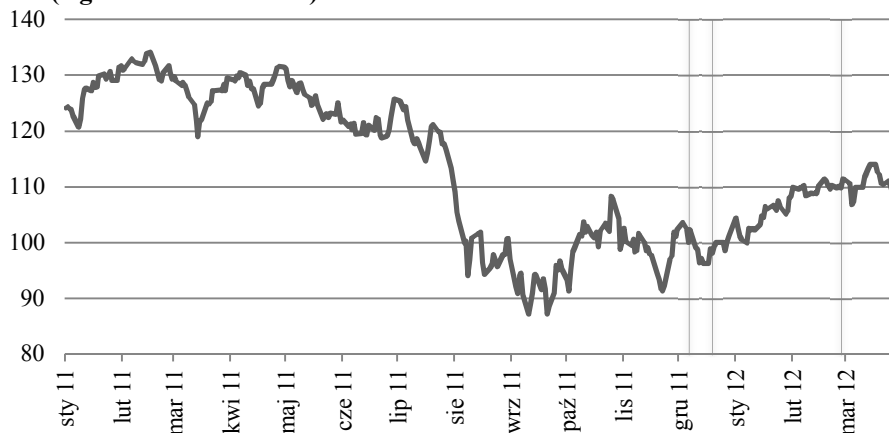
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters EcoWin.

Od ogłoszenia LTRO do końca marca spadła rentowność benchmarkowych 5-letnich obligacji rządowych zarówno krajów trzonu (Austrii o 61 p.b. – z 2,28% do 1,67%, Belgii o 163 p.b. – z 4,04% do 2,41%, Niemiec o 15 p.b. – z 0,95% do 0,79%, Finlandii o 11 p.b. – z 1,37% do 1,26%, Francji o 64 p.b. – z 2,32% do 1,68%, Holandii o 18 p.b. – z 1,44% do

1,26%), jak i peryferyjnych strefy euro, które dotąd nie zgłosiły się po pomoc finansową (Hiszpanii o 114 p.b. – z 5,29% do 4,14%, Włochy o 244 p.b. – z 6,78% do 4,34%). Ponadto znacznie spadł *spread* pomiędzy obligacjami Niemiec i Hiszpanii (o 99 p.b. – z 4,34 p.p. do 3,35 p.p.) oraz Niemiec i Włoch (o 229 p.b. – z 5,84 p.p. do 3,55 p.p.). Poprawa warunków finansowania sektora publicznego zmniejszyła prawdopodobieństwo utraty płynności rządów. W 2012 r. w Hiszpanii zapada dług o wartości 14,9% hiszpańskiego PKB, a we Włoszech o wartości 26,4% włoskiego PKB. W przypadku odcięcia Hiszpanii i Włoch od rynków finansowych (które w przypadku Grecji, Irlandii i Portugalii nastąpiło, kiedy rentowności ich benchmarkowych obligacji 5-letnich były na poziomie 7,58%-9,76% – zbliżonym do poziomu obserwowanego w Hiszpanii i we Włoszech w listopadzie 2011 r.), wykup ich długu zapadającego w 2012 r. wymagałby 578 mld EUR. Dopiero w marcu 2012 r. zwiększono fundusze przeznaczone na ewentualną pomoc finansową dla krajów strefy euro z 500 do 800 mld EUR. Mimo, że w grudniu 2011 r. oraz w I kwartale 2012 r. LTRO działało w kierunku spadku rentowności obligacji rządowych, zmniejszając prawdopodobieństwo niewypłacalności rządów, trwałe zmniejszenie tego ryzyka będzie wymagało zmniejszenia napięcia na rynkach finansowych oraz zmniejszania długu publicznego w relacji do PKB.

Wykres 4. przedstawia indeks giełdowy STOXX 50 – europejski indeks akcji renomowanych i dobrze znanych firm (*blue chips*) dla strefy euro.

Wykres 4. Indeks giełdowy STOXX 50 w okresie od stycznia 2011 do marca 2012 (8 grudnia 2011 r.=100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters EcoWin.

Od ogłoszenia LTRO do końca marca 2012 r. indeks giełdowy STOXX 50 wzrósł o 8%, wobec spadku o 18% od początku lipca do 7 grudnia 2012 r. Oznacza to, że wzrost cen akcji po wprowadzeniu LTRO jedynie nieznacznie przyczynił się do poprawy bilansów sektora prywatnego. Mimo to, spadek niepewności na rynkach finansowych poprawił dostęp do finansowania sektora bankowego i przedsiębiorstw niefinansowych. Dodatkowo, poprawa dostępu do finansowania ułatwiła finansowanie inwestycji przedsiębiorstw niefinansowych oraz akcji kredytowej sektora bankowego. Między grudniem 2011 r. a marcem 2012 r. przedsiębiorstwa niefinansowe wyemitowały netto akcje o wartości 6 mld EUR wobec wykupu netto 0,051 mld EUR między sierpniem a listopadem 2011 r. Natomiast banki wyemitowały odpowiednio 11 mld EUR wobec 5 mld EUR.

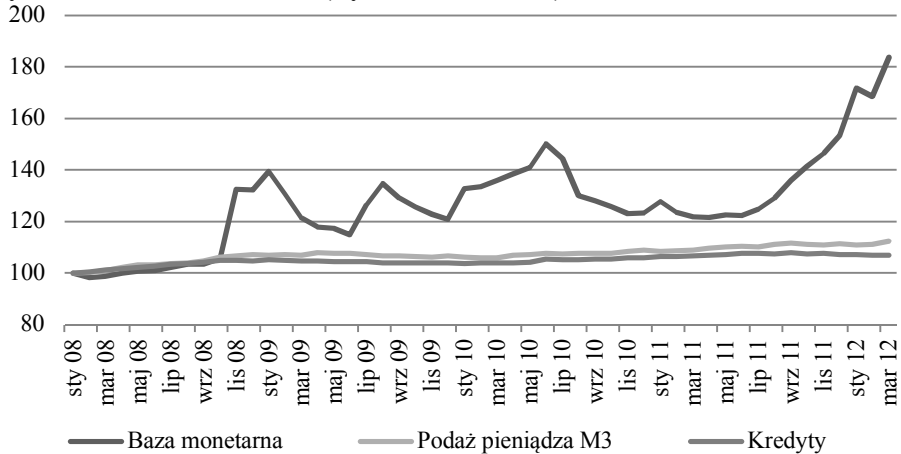
WPŁYW 3-LETNICH LTRO EBC NA PODAŻ PIENIĄDZA

Między listopadem 2011 r. a marcem 2012 r. baza monetarna w strefie euro wzrosła o 25%³. Mimo to, podaż pieniądza oraz kredyt wzrosły w tym okresie jedynie nieznacznie. Na wykresie 5 (patrz następna strona) przedstawiono zmiany bazy monetarnej, podaży pieniądza i kredytu w strefie euro.

Między listopadem 2011 r. a marcem 2012 r. podaż pieniądza w strefie euro wzrosła o 1,2%, a kredyt spadł o 0,7%. Po zdezagregowaniu, w krajach trzonu kredyt wzrósł o 0,3%, a w krajach peryferyjnych spadł o 2,1%. Na pierwszy rzut oka oznacza to, że poprawa dostępu do finansowania sektora bankowego praktycznie nie wpłynęła na wolumen kredytu. Czynniki wpływające na podaż i popyt na kredyt w grudniu 2011 r. oraz w I kwartale 2012 r. zostaną przeanalizowane w kolejnej części artykułu.

³ Średni miesięczny wzrost bazy monetarnej w strefie euro między styczniem 2002 r. a listopadem 2011 r. to 1,3%.

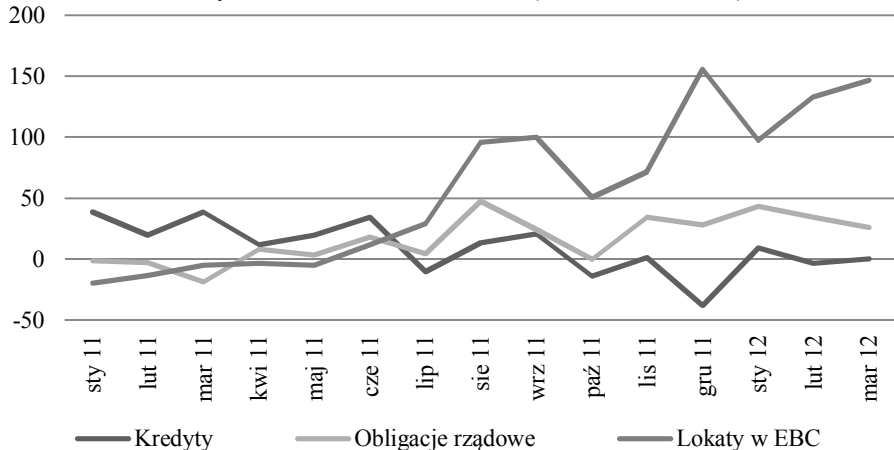
Wykres 5. Baza monetarna, podaź pieniądza M3 oraz kredyt dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro w okresie od stycznia 2011 do marca 2012 (styczeń 2008 r.=100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Na wykresie 6. przedstawiono 3 kierunki rozdysponowania środków z 3-letnich LTRO przez sektor bankowy w strefie euro: kredyt, obligacje rządowe oraz lokaty w EBC.

Wykres 6. Kredyt dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, obligacje rządowe oraz lokaty w EBC w aktywach banków w strefie euro w okresie od stycznia 2011 do marca 2012 (m/m, w mld EUR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

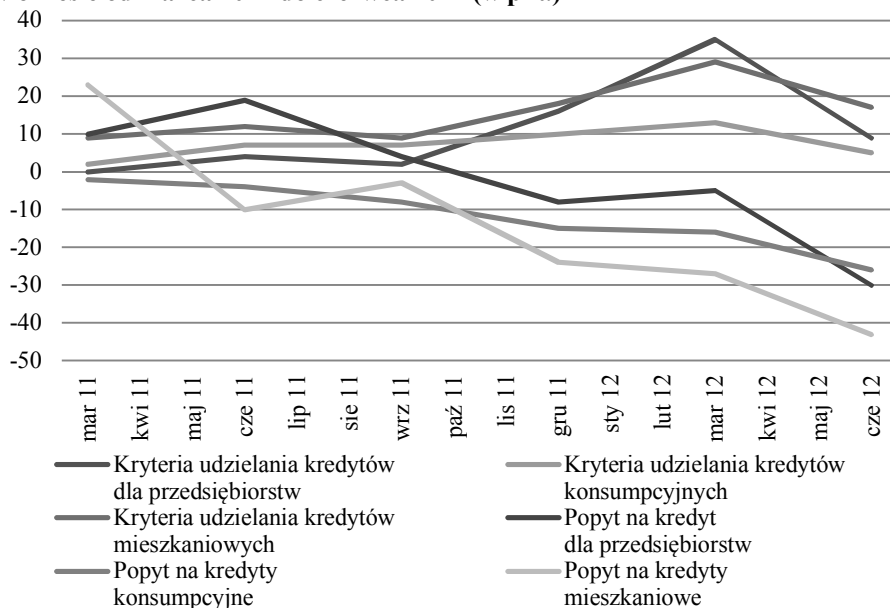
Między grudniem 2011 r. a marcem 2012 r. kredyt w strefie euro spadł o 30 mld EUR (wobec wzrostu o 22 mld EUR między sierpniem a listopadem 2011 r.). W krajach trzonu wolumen kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych wzrósł o 22 mld EUR, a w krajach peryferyjnych spadł o 73 mld EUR. Oznacza to, że do spadku agregatu dla całej strefy euro przyczynił się przede wszystkim spadek kredytu w krajach peryferyjnych. W tym samym okresie wartość obligacji rządowych w portfelach banków wzrosła o 133 mld EUR (wobec wzrostu o 107 mld EUR między sierpniem a listopadem 2011 r.). Po zdezagregowaniu, wartość obligacji rządowych w portfelach banków w krajach trzonu spadła o 10 mld EUR, natomiast w krajach peryferyjnych wzrosła o 151 mld EUR. Tym samym, w kierunku wzrostu agregatu dla całej strefy euro działał przede wszystkim zakup obligacji rządowych przez banki w krajach peryferyjnych. W końcu, przeważającą część środków z 3-letnich LTRO (w I kw. 2012 r. EBC przeprowadzał również inne operacje otwartego rynku) banki w strefie euro ulokowały prawdopodobnie na lokatach w EBC – 533 mld EUR (wobec 318 mld EUR). Oprocentowanie lokaty w EBC wynosi 0,25%. Przy założeniu, że stopa podstawowych operacji refinansujących EBC pozostanie na poziomie 1% do terminu zapadalności 3-letnich LTRO, a 100% lokat w EBC stanowią pożyczki w ramach LTRO, banki tracą na lokatach ok. 333 mln EUR miesięcznie. Mimo to, biorąc pod uwagę obniżoną aktywność na rynku międzybankowym, zapadające zobowiązania, niepewność odnośnie przyszłych warunków finansowania oraz ograniczone możliwości alternatywnego ulokowania środków, prawdopodobnie jest to rozwiązanie bliskie optymalnego.

CZYNNIKI ODDZIAŁUJĄCE NA KREDYT W STREFIE EURO

Pomimo znacznego wzrostu płynności banków po wprowadzeniu 3-letnich operacji LTRO, między listopadem 2011 r. a grudniem 2012 r. kredyt spadł o 0,7%. W celu oceny sytuacji na rynku kredytowym, co kwartał EBC przeprowadza ankietę wśród przewodniczących komitetów kredytowych. Po wprowadzeniu 3-letnich LTRO, ankietę została przeprowadzona 2-krotnie: w styczniu 2012 r. (pytania dotyczyły oceny IV kwartału 2011 r. oraz oczekiwań odnośnie I kwartału 2012 r.) i w kwietniu 2012 r. (pytania dotyczyły oceny I kwartału 2012 r. oraz oczekiwań odnośnie II kwartału 2012 r.). Wyniki obu ankiet pomogą zidentyfikować w jakim zakresie spadek kredytu wynikał z ograniczeń po stronie podaży, a w jakim z ograniczeń po stronie popytu.

Na wykresie 7. przedstawiono strukturę odpowiedzi przewodniczących komitetów kredytowych na pytania odnośnie kryteriów udzielania kredytów oraz popytu na kredyt dla gospodarstw domowych (w podziale na kredyty konsumpcyjne i mieszkaniowego) i przedsiębiorstw niefinansowych. Prezentowane dane są odpowiedziami netto. Wartość dodatnia wskazuje na przewagę odpowiednio respondentów wskazujących na zacieśnienie kryteriów udzielania kredytów/wzrost popyt na kredyt.

Wykres 7. Wyniki ankiety wśród przewodniczących komitetów kredytowych w okresie od marca 2011 do czerwca 2012 (w pkt.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie EBC (2012a, 2012b).

Zgodnie z wynikami ankiety, w I kwartale 2012 r. znacznie wzrosła przewaga respondentów wskazujących na zacieśnienie kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów mieszkaniowych we wcześniejszych trzech miesiącach. Natomiast, zacieśnianie netto warunków udzielania kredytów konsumpcyjnych wzrosło nieznacznie. Ponadto, jak wskazali pytani przewodniczący komitetów kredytowych, w IV kwartale 2011 r. nieznacznie spadł popyt na kredyty i mieszkaniowe, a nieznacznie wzrósł popyt na kredyty dla przedsiębiorstw niefinansowych.

W II kwartale 2012 r. spadła przewaga respondentów wskazujących na zacieśnienie kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw kredytów mieszkaniowych oraz kredytów we wcześniejszych trzech miesiącach.

Mimo to, w I kwartale miał miejsce dalszy spadek popytu na kredyty konsumpcyjne oraz dla przedsiębiorstw niefinansowych. W sumie, w IV kwartale 2011 r. spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz pogorszenie warunków finansowania sektora bankowego przyczyniły się do zacieśnienia warunków udzielania kredytów. Po wprowadzeniu 3-letnich LTRO, w I kwartale 2012 r. obniżyła się bariera finansowania, co działało w kierunku zmniejszenia zacieśnienia netto warunków udzielania kredytów. Mimo to, obniżony popyt pozostał barierą rozwoju akcji kredytowej.

W dodatkowym wyjaśnieniu przyczyn bariery po stronie popytowej przydatna może być koncepcja recesji bilansowej (*balance sheet recession*), o której R. Koo pisze w „The Holy Grail of Macroeconomics” (Koo, 2008, s. 39-84) oraz w „The world in balance sheet recession”.

RECESJA BILANSOWA

Koncepcja *balance sheet recession* (BSR) opiera się na założeniu, że na skutek gwałtownego spadku cen aktywów, gospodarka może wpaść w specyficzny rodzaj recesji – „recesję bilansową”.

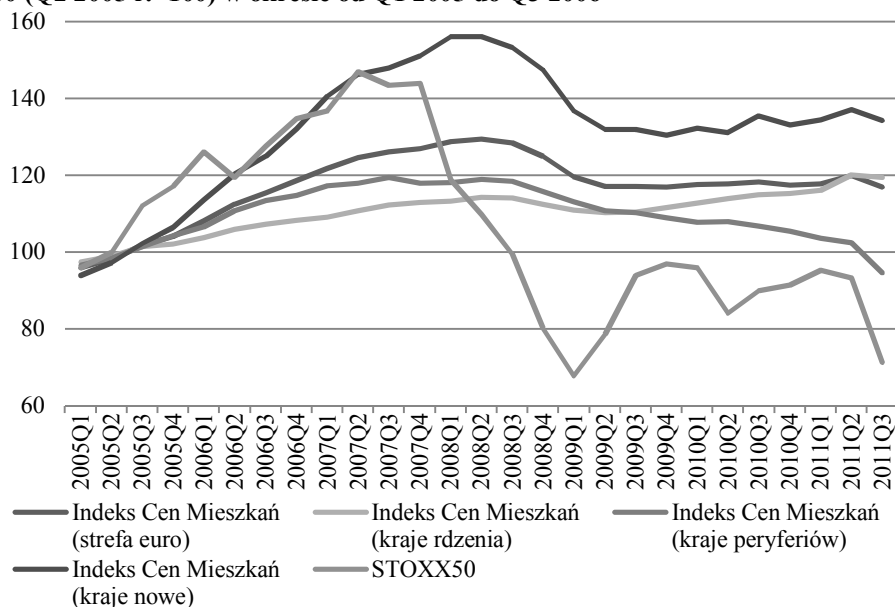
Recesję bilansową od recesji zwyczajnej odróżniają zachowania podmiotów gospodarczych. W trakcie trwania BSR zamiast typowego maksymalizowania przychodów następuje minimalizacja długu. Celem gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych staje się wyraźne zredukowanie zadłużenia. Omawiane podmioty robią to tak długo, aż uda im się naprawić swoje bilanse lub, jak pisze Koo, „staną się zbyt biedne, by dalej oszczędzać”. Skutkiem ubocznym takich działań jest ryzyko wejścia gospodarki w spiralę deflacyjną, której rezultatem jest spadek popytu oraz gwałtowny wzrost oszczędności (Koo, 2011, s. 19-22)

Balance sheet recession rozpoczyna się od gwałtownego spadku cen aktywów. Spadek ten sprawia, że podmioty gospodarcze znajdują się w sytuacji, w których ich aktywa maleją, a zobowiązania pozostają bez zmian.

Z taką sytuacją do czynienia mają niektóre gospodarki strefy euro. Indeks giełdowy STOXX 50 od swojego szczytu w 2007 r. spadł o ponad 2300 punktów. Publikowany przez Eurostat Indeks Cen Mieszkań (ang. *House Price Index*) pokazuje, że największe spadki cen mieszkań dotknęły kraje PIIGS (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania) oraz kraje nowo przyjęte do strefy euro (Estonia, Słowacja, Słowenia, Malta i Cypr). W wypadku krajów peryferyjnych (czyli PIIGS) indeks, w porównaniu ze szczytem, spadł o około 24 p.p., podczas gdy w krajach „nowych” spadek wyniósł 21 p.p. Kraje „rdzenia” (czyli Belgia, Niemcy, Francja, Luksem-

burg, Holandia, Austria oraz Finlandia) zanotowały tylko niewielki spadek indeksu – w głównej mierze za sprawą Holandii oraz Austrii.

Wykres 8. Indeks Cen Mieszkań (2005 r.=100) oraz indeks giełdowy STOXX 50 (Q2 2005 r.=100) w okresie od Q1 2005 do Q3 2006

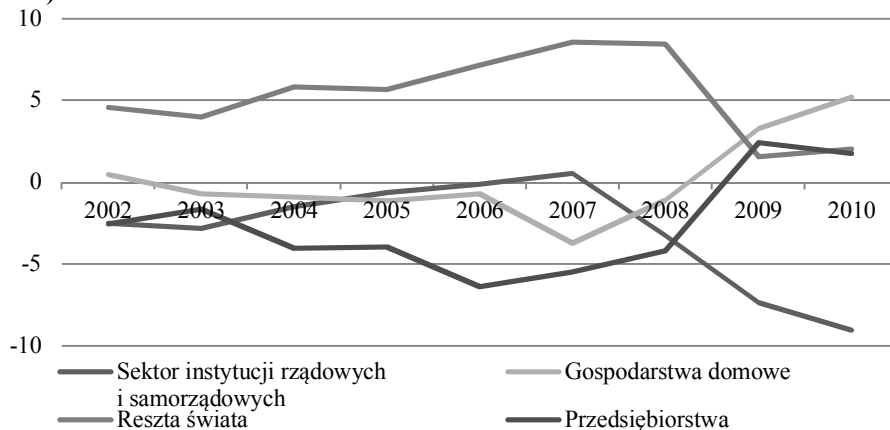


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu oraz Reuters EcoWin.

Jak więc zachowują się podmioty rezydujące w krajach, w których zalał się rynek nieruchomości? Zgodnie z teorią Koo zaczynają gwałtownie oszczędzać. Hipoteza ta, znajduje potwierdzenie w empirii: irlandzkie gospodarstwa domowe z pożyczkobiorcy netto na poziomie 8,9% PKB stały się wierzycielem netto 6,2% PKB w ciągu 4 lat. Hiszpańskie korporacje z pożyczkodawcy netto o wartości 9,6% PKB w ciągu 3 lat stały się wierzycielem netto 2,3% PKB (w tym samym czasie delewarowały się również gospodarstwa domowe).

Oba powyższe przykłady stanowią jednak tylko zaktualizowaną o najnowsze dane diagnozę Richarda Koo. Innymi krajami, które spełniając kryteria znajdowania się w recesji bilansowej są wszystkie nowe kraje członkowskie strefy euro (Słowacja, Słowenia, Estonia, Malta oraz Cypr).

Wizualizację recesji bilansowej przedstawia wykres 9.

Wykres 9. Wierzytelności/pożyczki netto w okresie od 2002 do 2010 (w % PKB)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Zagrożenia wynikające z pojawienia się recesji bilansowej (pojawienie się spirali deflacyjnej oraz sukcesywne zmniejszanie się popytu) nie są dla strefy euro łatwe do zneutralizowania. Istnieją dwie główne przyczyny takiego stanu rzeczy: po pierwsze – instrumenty polityki pieniężnej okazują się nieskuteczne (Koo, 2011, s. 19-22). Przykład stanowi tutaj delewarowanie się podmiotów gospodarczych pomimo niskich stóp procentowych, czy też brak reakcji kredytu pomimo dostarczenia do banków płynności (patrz wykres 5). Po drugie, instrumenty skuteczne – czyli działania oparte na polityce fiskalnej – są dyskredytowane i uważa się je za całkowicie nierozsądne. Co więcej, presja na obniżanie deficytów budżetowych (tak by spełniały, sztywne kryteria konwergencji) może doprowadzić do pogorszenia sytuacji gospodarek znajdujących się w BSR.

Historia pokazuje, że spowolnienie wywołane recesją bilansową może trwać długo: oddłużanie się japońskich gospodarstw domowych po kryzysie lat 90. trwało od 1999 r. do 2007 r. Gospodarstwa domowe w Szwecji delewarowały się przez 10 (lata 1988-1998), a fińskie 6 lat (1991-1997) (MFW, 2012, s. 12-15). Wszystkie te okresy wiązały się ze spadkiem dynamiki wzrostu PKB – średnie tempo wzrostu PKB na 8 lat przed kryzysami w tych krajach to kolejno: 4,9%, 2,6%, 3,1%; w trakcie oddłużania: 1,5%, 1,6%, 2,1%.

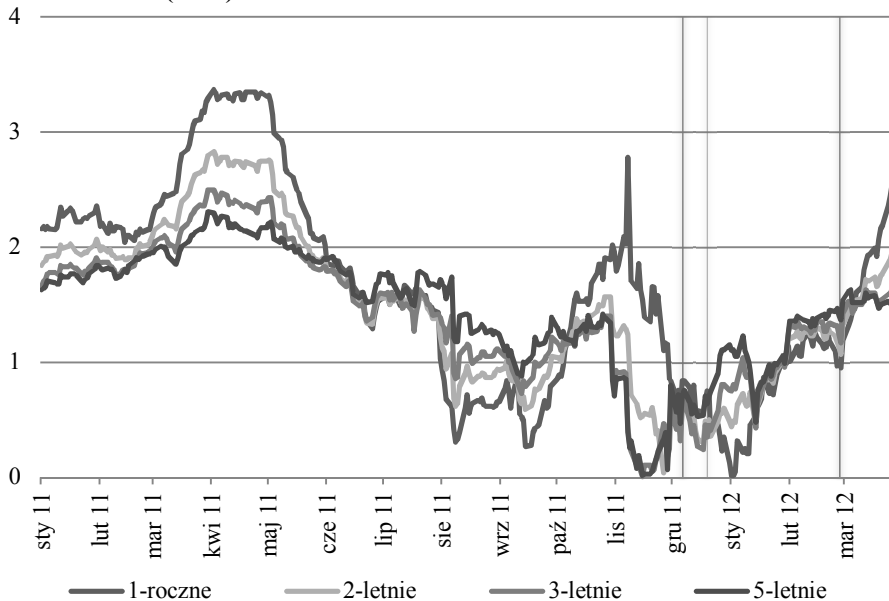
ZAGROŻENIA WYNIKAJĄCE Z ZASTOSOWANIA LTRO

Stosowanie LTRO, tak samo jak każdego innego niestandardowego instrumentu polityki monetarnej, rodzi pewne zagrożenia. Pierwszym i najczęściej występującym problemem, zarówno w medialnym jak i naukowym dyskursie, jest ryzyko wzrostu inflacji (Hannoun, 2012; De Grauwe, 2011a; Smaghi, 2012). Strach przed inflacją często jednak wynika z nierozróżniania bazy monetarnej i podaży pieniądza. Wzrost bazy monetarnej, czyli gotówki w obiegu zsumowanej z płynnymi rezerwami banków komercyjnych, nie zawsze oznacza wzrost podaży pieniądza – czyli gotówki w obiegu. I o ile w normalnych (nie kryzysowych) czasach oba te agregaty funkcjonują w bardzo ścisłej korelacji, to podczas kryzysu ich kształtowanie może się diametralnie różnić (patrz wykres 5). Wzrost bazy monetarnej przy stałym poziomie podaży pieniądza oznacza wzrost depozytów banków komercyjnych w banku centralnym – jeśli pieniądze te nie są wykorzystywane do udzielania kredytów inflacja nie powinna wzrosnąć (De Grauwe, 2011a). Dostępne dane dotyczące implikowanych oczekiwań inflacyjnych (*implied inflation expectations*) – czyli oczekiwań rynkowych co do kształtowania się wskaźnika inflacji w przyszłości, każą uważać inaczej⁴.

Od momentu zastosowania pierwszego LTRO roczne oczekiwania inflacyjne wzrosły z poziomu 0,6% (wieloletnie oczekiwania były mniejsze) do poziomu 2,57% (oczekiwania 2-letnie mówią o 2,08%; 3-letnie: 1,78%; 5-letnie: 1,6%). Oczekiwany wzrost inflacji nie wykracza jednak znacząco poza długoterminowy cel inflacyjny Europejskiego Banku Centralnego i *de facto* oznacza on szansę na uniknięcie deflacji – zjawiska nie mniej groźnego.

Drugim ważnym zagrożeniem jest pojawienie się tzw. pokusy nadużycia (*moral hazard*). Przykładem takiego ryzyka byłaby sytuacja, gdyby banki wykorzystały środki dostarczone przez EBC w sposób inny niż polepszenie swoich bilansów – np. specjalnie będą angażować się w ryzykowne operacje, oczekując ratunku od banku centralnego w przypadku niepowodzenia (Delbecque, 2012; De Grauwe, 2011b). Istnieje również ryzyko, że banki uzależnią się od taniego finansowania. Oba te problemy wymagają skutecznego działania nadzoru finansowego. Niestety obecny system działający na poziomie narodowym często nie okazuje się dość skuteczny (Smaghi, 2012).

⁴ Implikowane oczekiwania inflacyjne wylicza się jako różnicę pomiędzy rentownością obligacji indeksowanych za pomocą inflacji a rentownościami normalnych obligacji o tym samym terminie zapadalności.

Wykres 10. Implikowane oczekiwania inflacyjne w okresie od stycznia 2011 do marca 2012 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reuters EcoWin.

Istnieją również inne, znacznie poważniejsze ryzyka nadużycia. Ryzyko dominacji fiskalnej i finansowej (Hannoun, 2012). Oba ryzyka dotyczą zachowania banku centralnego, a ściślej rzecz ujmując, jego krótkoterminowego celu. W przypadku ryzyka dominacji fiskalnej zagrożenie polega na tym, że polityka pieniężna stanie się narzędziem służącym do zapobiegania kryzysowi zadłużenia, czego efektem będzie monetyzacja długu. Ryzyko finansowe polega na tym, że stabilny rozwój rynków finansowych stanie się dla banku centralnego priorytetem – w rezultacie przestanie on dokonywać działań mających na celu obniżenie inflacji, aby tylko nie zachwiać rozwojem rynków (Hannoun, 2012).

ZAKOŃCZENIE

Celem niniejszego artykułu było ukazanie wpływu 3-letnich LTRO na gospodarkę strefy euro. Starano się go osiągnąć poprzez przeanalizowanie trzech obszarów, na które największe oddziaływanie miały omawiane operacje. Są to kolejno: rynki finansowe, podaż pieniądza oraz kredyt w strefie euro.

Wpływ LTRO na rynki finansowe zmierzony został za pomocą kilku wskaźników: rentowności obligacji korporacyjnych, premii za ryzyko na rynku międzybankowym, rentowności obligacji rządowych oraz indeksów giełdowych. We wszystkich przypadkach oddziaływanie długoterminowych operacji refinansujących miało pozytywny efekt.

Oddziaływanie LTRO na kredyt i podaż pieniądza okazało się znikome. Wynikało to z dwóch faktów. Po pierwsze, na chwilę obecną instytucje finansowe, z uwagi na niepewność odnośnie przyszłych warunków finansowania, postanowiły ulokować pożyczone pieniądze na kontach EBC i nie zwiększać gwałtownie akcji kredytowej. Po drugie, sami adresaci kredytów – czyli przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe – nie są zainteresowani kredytami.

Reasumując, analiza funkcjonowania 3-letnich LTRO wykazała, że mogą stanowić one skuteczny element przywracania płynności sektora finansowego. Nie są one jednak metodą rozwiązania problemów wynikających ze strukturalnych problemów instytucji finansowych oraz krajów strefy euro.

LITERATURA

- Baza danych Reuters EcoWin (stan na 30.04.2012 r.).
- Borio C., Disyatat P. (2009), *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers, No 292.
- BRM (2012), *International banking and financial market developments*, BIS Quarterly Review – March 2012. Basel.
- De Grauwe P. (2011a), *The European Central Bank as a lender of last resort*, Voxeu.org, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6884>. (stan na 30.07.2012 r.).
- De Grauwe P. (2011b), *Why the EBC refuses to be a Lender of Last Resort*, Voxeu.org, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7352>. (stan na 30.07.2012 r.).
- Delbecque B. (2012), *The EBC's proportionate response to the Eurozone crisis*, Voxeu.org, <http://voxeu.org/index.php?q=node/7835>. (stan na 30.07.2012 r.).
- EBC (2012a), *The Euro Area Bank Lending Survey – January*, Frankfurt am Main.
- EBC (2012b), *The Euro Area Bank Lending Survey – April*, Frankfurt am Main.
- EBC (2012c), <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>, (stan na 30.07.2012 r.).
- Hannoun H. (2012), *Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy*, BIS management speeches, Basel.
- Komisja Europejska (2012), *European Economic Forecast – Spring*, Brussels.
- Koo R. (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons.

- Koo R. (2011), *The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics*, „Real-world economics review”, No 58.
- MFW (2011), *Global Financial Stability Report – September*, Washington.
- MFW (2012), *World Economic Outlook – April*, Washington.
- Smaghi L. (2012), *Banks should learn to go it alone*, <http://www.ft.com/cms/s/0/ee4b6404-62fe-11e1-b837-00144feabdc0.html#axzz22TIHi800>, (stan na 30.07.2012 r.).

Rafał Rybacki

RACJONALNA NIERACJONALNOŚĆ INWESTORÓW – WPŁYW DZIAŁAŃ INWESTORÓW NA EFEKTYWNOŚĆ RYNKU KAPITAŁOWEGO

Słowa kluczowe: *efektywność informacyjna rynku kapitałowego, racjonalność metodologiczna inwestorów, analizy finansowe*

Abstrakt: Celem niniejszego opracowania jest ustalenie wzajemnego wpływu na siebie dwóch zmiennych: występującej na rynku kapitałowym formy efektywności informacyjnej oraz racjonalnych metodologicznie decyzji podejmowanych przez inwestorów realizujących transakcje na tym rynku.

Aby osiągnąć zamierzony cel przedstawiono różne możliwe formy efektywności informacyjnej rynku kapitałowego oraz poddano teoretycznej analizie konsekwencje ich występowania. Skupiono się na tych następstwach, które warunkują racjonalne metodologicznie zachowania inwestorów.

Następnie przedstawiono wyniki badań empirycznych dotyczących poruszonego zagadnienia oraz poddano je analizie. Z badań tych wynika, iż rynek kapitałowy nie charakteryzuje się jedną, stałą formą efektywności informacyjnej, lecz jest ona zmienna w czasie.

Pozwoliło to na stworzenie autorskiego modelu zmiennej w czasie efektywności informacyjnej rynku kapitałowego. Udowodniono dzięki temu, iż działania inwestorów nieracjonalnych mogą przyczyniać się zarówno do poprawy efektywności informacyjnej rynku, ustabilizowania jej w czasie, jak i jej zmniejszenia.

RATIONAL IRRATIONALITY OF INVESTORS - THE INFLUENCE OF INVESTORS ACTIVITY ON THE CAPITAL MARKET EFFICIENCY

Keywords: *market informational efficiency, investors' rationality, financial analyses*

Abstract: The aim of this article is establish the influence between two factors: form of the capital market informational efficiency and decisions, which rational investors made.

To achieve it, different forms of capital market informational efficiency was presented and theoretical analysis of its consequences was made. This in turn enabled to see, that market informational efficiency is not stable in time.

This allowed to make an innovative model of time-variable market informational efficiency. This in turn enabled to understand that both: rational and irrational investors can change market informational efficiency in both ways.

WPROWADZENIE

Zagadnienie efektywności rynku jest często poruszane i szeroko analizowane w ramach prac z zakresu finansów, przy czym najczęściej jest ono utożsamiane wyłącznie z efektywnością informacyjną rynku. Wy tłumaczenie tego zjawiska wydaje się proste: znajomość formy efektywności informacyjnej rynku pozwala na wybór najbardziej racjonalnego metodologicznie sposobu, w jaki dobierze się walory do portfela inwestora (np. analizy technicznej, fundamentalnej, losowania itd.).

W artykule podjęto dyskusję z tak sformułowanym podejściem do wykorzystania wiedzy o istniejącej formie efektywności informacyjnej rynku finansowego. Świadczy o tym cel tego opracowania, którym jest ustalenie wzajemnego wpływu na siebie dwóch zmiennych: występującej na rynku kapitałowym formy efektywności informacyjnej oraz racjonalnych metodologicznie decyzji podejmowanych przez inwestorów realizujących transakcje na tym rynku. Powodem wyznaczenia tak ujętego celu artykułu jest spostrzeżenie, iż nie tylko efektywność informacyjna rynku kapitałowego wpływa na zachowania inwestorów, lecz również występuje zależność odwrotna. Wobec tego nie ma podstaw, by zakładać, iż jakakolwiek forma efektywności informacyjnej może być stała w czasie. Uchylenie tego założenia zmienia zaś wnioskowanie o tym, jakie działania i decyzje podejmowane przez inwestorów są racjonalne metodologicznie, a jakie nie.

EFEKTYWNOŚĆ INFORMACYJNA RYNKU A RACJONALNOŚĆ STOSOWANYCH NARZĘDZI WYBORU (ANALIZ) PRZEDMIOTU INWESTYCJI

Efektywność rynku nie jest pojęciem jednoznacznym, ponieważ wyróżnia się trzy jej rodzaje (typy): transakcyjną (techniczną), alokacyjną i informacyjną (Czekaj, Woś, 2001, s. 30; Ziarko-Siwek, 2005, s. 50-51; Al-Kaber, 2007, s. 28; Nowakowski, 2010, s. 50; Kamiński, Mikołajczyk, Mosiejko, 2010, s. 500-501; Wajda, 2011, s. 88-89). Wśród trzech wyróżnionych rodzajów efektywności rynku tylko jeden – efektywność informacyjna – zajmuje szczególne miejsce w literaturze przedmiotu oraz jest niezwykle istotny dla inwestorów. Mimo, iż każdy rodzaj efektywności jest stopniowalny, to jedynie w przypadku efektywności informacyjnej udało się wyodrębnić różne jej formy. Wyszczególnienie to zaś pozwala na analizę racjonalności metodologicznej podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Według twórcy hipotezy efektywności informacyjnej rynku (*Efficient Market Hypothesis* – EMH) rynek jest efektywny informacyjnie wtedy, gdy „ceny zawsze w pełni odzwierciedlają dostępne informacje” (Fama, 1970, s. 383; Fama, 1976, s. 143-145). Definicja ta została poddana z czasem licznym udoskonaleniom, np. ceny na rynku efektywnym informacyjnie mają odzwierciedlać wszystkie dostępne informacje (Szyszka, 2003a, s. 211), w sposób poprawny i pełny (Buczek, 2005, s. 14 za: Nowakowski, 2010, s. 54), niezwłocznie (Ziarko-Siwek, 2005, s. 51) lub szybko (Ziarko-Siwek, 2004, s. 9), a także informacje te mają być istotne (Pesando, 1979, s. 457) oraz osiągalne, czyli takie, których wykorzystanie pozwala na pokrycie kosztów ich uzyskania (Germain, 2000, s. 218).

Efektywność informacyjna rynku jest stopniowalna, ponieważ w zależności od zbioru informacji, jaki ma być odzwierciedlony w cenie papierów wartościowych, można wyróżnić jej trzy różne formy: słabą, średnią i silną (Siwek, 2000, s. 150-153) oraz brak efektywności.

W przypadku braku efektywności informacyjnej żadne informacje nie są odzwierciedlane w bieżących notowaniach walorów. Wówczas użycie każdej analizy ekonomicznej przyczyni się do znalezienia źle wycenionych walorów i podjęcia racjonalnej metodologicznie decyzji inwestycyjnej.

Rynek efektywny informacyjnie w formie słabej charakteryzuje się tym, iż w cenach walorów notowanych na tym rynku odzwierciedlone są tylko informacje o przeszłych notowaniach (kursach) znajdujących się na tym rynku walorów. W takim przypadku niezasadne jest korzystanie z analizy technicznej, ponieważ opiera się ona na zbiorze informacji, które już są zawarte w cenach walorów.

Średnia efektywność informacyjna rynku oznacza natomiast, iż wszelkie publicznie dostępne, istotne i osiągalne informacje są zawarte w cenach walorów. Powoduje to nieskuteczność stosowania analizy fundamentalnej i analizy technicznej, ponieważ analizy te opierają się na zbiorze informacji, który został już odzwierciedlony w notowaniach walorów. Tylko wtedy bowiem w cenach walorów odzwierciedlone są wszystkie istotne informacje: zarówno te dotyczące przeszłości, jak i przewidywania czy oczekiwania dotyczące przyszłości (Laffer, Ranson, 1978, s. 64), dlatego ceny są wówczas najlepszym przybliżeniem wartości wewnętrznej walorów (Fama, 1965, s. 36). W takim przypadku znalezienie przewartościowanych lub niedowartościowanych walorów świadczy jedynie o błędzie autora analizy (Malkiel, 2003a, s. 164-165) a ceny walorów zmieniają się losowo, gdyż nowe i nieoczekiwane informacje mające wpływ na wycenę walorów mają nieprzewidywalny (losowy) charakter (Haugen, 1996, s. 727).

W przypadku rynku silnie efektywnego informacyjnie, nawet posiadanie informacji prywatnych (poufnych lub tajnych) nie pozwala na osiągnięcie stóp zwrotu ważonych ryzykiem większych od średniej rynkowej. Rynek efektywny informacyjnie w formie silnej odzwierciedla bowiem wszystkie informacje mające wpływ na wycenę walorów (Haugen, 1996, s. 717-718).

Tak więc z pewnością występująca na rynku kapitałowym forma efektywności informacyjnej determinuje zachowania inwestorów. Przy występowaniu różnych form efektywności informacyjnej pewne powszechnie znane i stosowane analizy ekonomiczne mające służyć inwestorom jako narzędzie wyboru inwestycji okazują się bezużyteczne. Jedynie analiza portfelowa wydaje się być niezależna od efektywności informacyjnej rynku, ponieważ wybór portfela efektywnego z definicji spełnia warunki racjonalnego metodologicznie inwestowania. Zaprezentowane wnioski zostały zebrane i przedstawione w tabeli 1.

Tabela 1. Racjonalność metodologiczna stosowania analiz walorów w zależności od formy efektywności informacyjnej rynku kapitałowego

Formy efektywności informacyjnej rynku	Analiza techniczna	Analiza fundamentalna	Analiza portfelowa
Brak efektywności	+	+	+
Słaba efektywność	-	+	+
Średnia efektywność	-	-	+
Silna efektywność	-	-	+

Objaśnienia: + podejście racjonalne; - podejście nieracjonalne.

Źródło: opracowanie własne.

Korzystanie z analizy technicznej jest racjonalne metodologicznie jedynie w przypadku braku występowania efektywności informacyjnej na rynku. Tylko wtedy bowiem każdy inwestor korzystając z tego narzędzia wyboru inwestycji jest w stanie zmniejszyć podejmowane ryzyko inwestycyjne, ponieważ ceny walorów w momencie dokonywania wyboru przedmiotu inwestycji nie odzwierciedlają jeszcze informacji o przeszłych notowaniach giełdowych. Działanie takie będzie racjonalne rzeczowo tylko wtedy, gdy w momencie zakończenia inwestycji rynek osiągnie słabą formę efektywności informacyjnej i przewidywania inwestora wykorzystującego analizę techniczną sprawdzą się.

Użycie analizy fundamentalnej jest racjonalne metodologicznie wtedy, gdy rynek jest efektywny informacyjnie w formie co najwyżej słabej. W takim przypadku wykorzystanie analizy fundamentalnej zmniejszy podejmowane przez inwestora ryzyko i spowoduje oczekiwanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu ważonej ryzykiem. Oczywiście znowu warunkiem racjonalności rzeczowej takiego działania jest spełnienie się przewidywań inwestora w chwili realizacji inwestycji, czyli osiągnięcie przez rynek średniej formy efektywności informacyjnej – wtedy bowiem walory zostaną wycenione zgodnie z oszacowaniem ich wartości fundamentalnej, opartej na wszelkich dostępnych informacjach istotnych dla wyceny danego waloru (Jajuga, Jajuga, 2007, s. 147).

Nieco inna zależność występuje w przypadku korzystania przez inwestora z analizy portfelowej. Wtedy bowiem inwestor zawsze jest racjonalny metodologicznie, niezależnie od występującej na rynku efektywności informacyjnej. Jednak podejście to ma jedną poważną wadę: zakłada się, iż założenia przyjęte do konstrukcji teorii portfelowej stworzonej przez H. Markowitza (1952, s. 77-91) są spełnione w rzeczywistości. Oczywiście wiele z tych założeń wpływa w równym stopniu na racjonalność korzystania z innych narzędzi wyboru inwestycji. Wśród takich założeń można wymienić np.: brak kosztów transakcyjnych, bezpłatne i ogólnie dostępne, rzetelne informacje, brak kosztów analizy danych, nie występowanie opodatkowania zysków kapitałowych czy też brak możliwości znacznego wpływu na notowania walorów przez pojedynczych inwestorów. Jak się okazuje w praktyce wiele z tych założeń nie jest spełnionych w rzeczywistości, jednak wpływ tego faktu na racjonalność użycia konkretnych analiz ekonomicznych i efektywność informacyjną rynku jest dyskusyjny (Downes, Dyckman, 1973, s. 304).

Natomiast przyjmowane *implicite* założenie o stabilności korelacji pomiędzy walorami notowanymi na rynku jest z pewnością założeniem specyficznym tylko dla analizy portfelowej. Założenie to jest dyskusyjne i nie ma jednoznacznych dowodów naukowych potwierdzających jego praw-

dziwość (Downes, Dyckman, 1973, s. 310-311). Jeśli uchyli się to założenie, analiza portfelowa nie dostarcza żadnych istotnych informacji dla inwestora, co więcej: analiza portfelowa przestaje istnieć. Jest tak dlatego, iż oszacowanie (w założeniu stałej) wartości korelacji pomiędzy walorami pozwala na konstrukcję portfeli efektywnych. Przy uchyleniu tego założenia powstają portfele, które są efektywne tylko w danym momencie, co nie pozwala na dokonywanie racjonalnych inwestycji, które z założenia dotyczą jakiegoś okresu w przyszłości.

KONTROWERSJE WOKÓŁ RZECZYWISTEJ FORMY EFEKTYWNOŚCI INFORMACYJNEJ RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Skoro efektywność informacyjna rynku determinuje racjonalność stosowania różnych analiz służących do wyboru przedmiotu inwestycji, warto wiedzieć jak efektywny informacyjnie jest dany rynek kapitałowy. W literaturze przedmiotu znaleźć można wiele badań empirycznych dotyczących tego zagadnienia, przy czym ich wyniki nie są zgodne.

Panuje ogólne przekonanie, iż silna efektywność nie występuje na żadnym rynku, ale jest pewnym wzorcem (*benchmark*), w odniesieniu do którego można tę efektywność mierzyć (Fama, 1970, s. 415; Fama, 1991, s. 1575). Pogląd ten dosadnie ujmuje K.R. French, według którego „nikt nie twierdzi, że rynki są silnie efektywne informacyjnie – że ceny zawsze są równe wartościom fundamentalnym” (French, 1988, s. 278). Średnia efektywność rynku także niejednokrotnie podlega krytyce. Jak trafnie zauważa K.R. French, zjawiska załamania na rynkach nie da się interpretować jako zmianę wartości wewnętrznej, tzn. albo ceny były za wysokie w stosunku do wartości wewnętrznej waloru przed załamaniem na rynku, albo za niskie po załamaniu – co jest dowodem na czasową nieefektywność rynku (French, 1988, s. 284). Podobne stanowisko przedstawia E.F. Renshaw (1984, s. 48-51), który w swoim artykule pod tytułem „*Stock Market Panics: A test of the Efficient Market Hypothesis*” udowadnia, iż zjawiska paniki na rynkach trudno wytłumaczyć w ramach hipotezy efektywności informacyjnej rynku kapitałowego (EMH).

Zupełnie odmienne stanowisko zajmują J. Czekaj oraz M. Woś (2001, s. 34), według których rynek w pełni odzwierciedla nowe, nieoczekiwane informacje już po 15 minutach od ich pojawienia się. Jako potwierdzenie tej tezy autorzy podają, iż właśnie po takim czasie serwis informacyjny Reuters udostępni inwestorom informacje nieodpłatnie.

Z kolei badanie empiryczne przeprowadzone dla lat 2004-2006 przez M. Muchę (2008, s. 263-277) dowodzi, iż polski rynek kapitałowy (a dokładniej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – GPW) nie jest nawet słabo efektywny informacyjnie w krótkim (do miesiąca) okresie, jest natomiast przynajmniej słabo efektywny w okresie średnim i długim (powyżej miesiąca) (Mucha, 2008, s. 276). Oznaczać to może zmienność efektywności informacyjnej GPW, ponieważ wyniki badań przeprowadzonych przez A. Szyszkę (2003a, s. 97-145) dla lat 1991-1999 świadczą o tym, iż GPW nie była nawet słabo efektywna informacyjnie do 3 października 1994 r., lecz później cechowała się przynajmniej średnią efektywnością informacyjną.

Do nieco innych wniosków doszli natomiast T. Jagric, B. Podobnic i M. Kolanovic (2005, s. 79-103), którzy dla danych za lata 1992-2002 zbadali efektywność informacyjną sześciu wybranych rynków kapitałowych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej przechodzących transformację gospodarczą, czyli Czech, Węgier, Rosji, Słowenii, Słowacji i Polski. Co istotne, autorzy zastosowali nowatorską metodę badawczą opartą na wykładniku Hursta, którego oszacowanie pozwala na określenie istnienia lub braku długookresowej zależności (*long-range dependence* – LRD) pomiędzy analizowanymi zmiennymi (Kutner, 2009, s. 13-14). Zgodnie z wynikami ich badań jedynie polski i słowacki rynek kapitałowy jest efektywny informacyjnie (posiada niski LRD lub nie posiada go w ogóle).

Zjawisko zmienności w czasie efektywności informacyjnej rynku można również zauważyć analizując badania empiryczne dotyczące rynku kapitałowego Stanów Zjednoczonych. E.F. Fama w opublikowanym w 1970 r. artykule stwierdza, iż rynek ten jest średnio efektywny informacyjnie (Fama, 1970, s. 415). Natomiast S. Basu (1977, s. 663-682) na podstawie badań efektywności informacyjnej rynku kapitałowego USA w latach 1957-1971 dochodzi do wniosku, iż rynek ten nie był efektywny w formie średniej. Na tym tle ciekawe wydają się bardziej aktualne wyniki otrzymane przez D. Alajbega, Z. Bubasa i V. Šonjega (2011, s. 301-326), którzy zbadali efektywność informacyjną rynków kapitałowych USA i Chorwacji za okres 1997-2010. Autorzy ci stwierdzają, iż oba rynki charakteryzowały się efektywnością informacyjną w okresie przed kryzysem finansowym (do roku 2008) oraz oba rynki efektywność tą utraciły w czasie trwania tego kryzysu (po roku 2008). Jednocześnie zauważają oni, iż „relatywnie mała wartość współczynnika autokorelacji zmian cen oznacza, iż rozmiar nieefektywności informacyjnej prawdopodobnie był nieistotny z punktu widzenia inwestorów” (Alajbeg, Bubas, Šonje, 2011, s. 322).

Zmienność i niejednoznaczność wyników badań potwierdzają także rezultaty wielu innych prac empirycznych. Jest to widoczne na przykład w artykule M.R. Nurunnabiego (2011, s. 167-188), który dokonał szerokiego przeglądu prac z zakresu badania słabej efektywności rynku kapitałowego.

Często przytaczanym argumentem świadczącym o braku efektywności rynku jest istnienie tzw. anomalii rynkowych. Jeśli bowiem one występują, niemożliwe jest uznanie rynku za efektywny informacyjnie (Barberis, 2000, s. 221-229; Czekaj, Woś, 2001, s. 33; Szyszka, 2003b, s. 212). Należy zaznaczyć, iż niektóre charakterystyki rynku czy też uwarunkowania instytucjonalne mogą determinować nieefektywność informacyjną. Wśród nich można wymienić koszty transakcyjne oraz koszty pozyskania i (przetworzenia) informacji (Czekaj, Woś, 2001, s. 33) oraz brak możliwości zaciągania kredytu czy limity inwestycyjne obowiązujące większość instytucji finansowych (Mucha, 2008, s. 277). Powodem nieefektywności informacyjnej rynku może być także występowanie zachowań stadnych, które nawet jeśli są racjonalne, to negatywnie wpływają na tę cechę rynku (Szyszka, 2007, s. 89-100).

Niemal każde badanie efektywności informacyjnej rynku jest powiązane z tzw. problemem dualnej hipotezy. Problem ten polega na tym, iż badając czy ceny dobrze odzwierciedlają informacje trzeba użyć jakiegoś modelu, określającego to „dobre odzwierciedlenie” oraz trzeba założyć, iż model ten jest prawdziwy. Nigdy więc nie wiadomo czy uzyskany wynik odzwierciedla rzeczywistość czy jest efektem niedoskonałości zastosowanego modelu wyceny (Szyszka, 2003a, s. 29; Fama, 1991, s. 1575-1576; Brenner, 1977, s. 57-66). Co więcej, M. Brenner wykazał, iż zastosowanie różnych modeli prowadzi do różnych, sprzecznych z sobą wyników (Brenner, 1979, s. 915-929).

Kwestią dyskusyjną jest także wpływ racjonalności inwestorów na efektywność rynku kapitałowego. Jak twierdzi M. Mucha „główną tezą teorii efektywnych rynków jest stwierdzenie, że ceny akcji są determinowane przez interakcje racjonalnych jednostek” (Mucha, 2009, s. 56) oraz „efektywność rynków jest determinowana racjonalnymi oczekiwaniami” (Mucha, 2008, s. 277). Inny pogląd wyraża natomiast J.E. Pesando (1979, s. 458), według którego zależność pomiędzy racjonalnymi oczekiwaniami a efektywnością informacyjną rynku jest dyskusyjna. Syntezę tych różnych i sprzecznych poglądów przedstawił E.W. Nowakowski (2010, s. 57), według którego o cenach decydują ostatecznie wyłącznie inwestorzy racjonalni, ponieważ używając arbitrażu mogą oni wyeliminować z rynku inwestorów nieracjonalnych. Jednak jak trafnie zauważył A. Szyszka (2003b, s. 211-225), w praktyce istnieje wiele ograniczeń w stosowaniu arbitrażu,

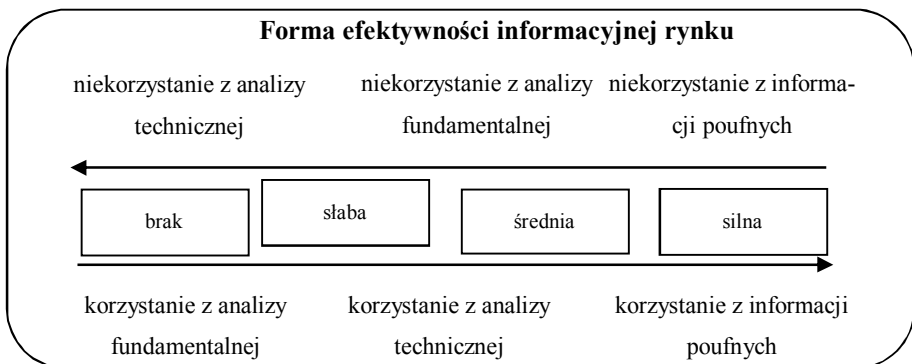
co może prowadzić do jego całkowitej nieopłacalności oraz nieskuteczności.

MODEL WPŁYWU DECYZJI INWESTORÓW NA EFEKTYWNOŚĆ INFORMACYJNĄ RYNKU KAPITAŁOWEGO

W dotychczasowych rozważaniach, zgodnie z przyjętą w literaturze przedmiotu konwencją (Nowakowski, 2010, s. 57), zakładano, że dany rynek kapitałowy charakteryzuje się jedną, konkretną formą efektywności informacyjnej. Jednak zaprezentowane wyniki badań przeprowadzonych na różnych rynkach, w różnym okresie i różnymi metodami badawczymi prowadzą do wniosku, iż założenie o stałości efektywności informacyjnej jest błędne (Keane, 1986, s. 58; Findlay, Williams, 2000, s. 197).

W niniejszym opracowaniu proponuje się więc odrzucić to założenie. Dzięki temu można wytłumaczyć dużą rozbieżność otrzymywanych wyników badań empirycznych efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, jak również możliwe jest wyjaśnienie faktu, iż pomimo istnienia badań świadczących o przynajmniej średniej efektywności informacyjnej nadal stosowane są wszystkie znane analizy walorów, jak również można spotkać inwestorów, którzy permanentnie „pokonują rynek”. Konsekwencją odrzucenia założenia o stałości efektywności informacyjnej rynku jest stworzenie modelu zaprezentowanego na rysunku 1.

Rysunek 1. Model kształtowania się zmiennej w czasie efektywności informacyjnej rynku kapitałowego pod wpływem racjonalnych działań inwestorów



Źródło: opracowanie własne.

Przedstawiony model prezentuje zależność pomiędzy racjonalnymi działaniami inwestorów a efektywnością informacyjną rynku. Jak wiadomo, korzystanie przez ogół inwestorów z kolejnych, coraz trudniej dostępnych informacji przyczynia się do zwiększania efektywności informacyjnej rynku. Natomiast wraz ze wzrostem tej efektywności, przydatność wykorzystania kolejnych zbiorów informacji maleje.

Zauważono, iż rynek kapitałowy nie charakteryzuje się jedną, stałą formą efektywności informacyjnej, lecz efektywność ta jest zmienna w czasie. Jest tak dlatego, iż racjonalnie działający inwestorzy doprowadzą do silnej efektywności informacyjnej (przy założeniu braku zewnętrznych barier, takich jak koszty transakcyjne, płatne informacje, nieumiejętność stosowania analiz ekonomicznych itd.), która jednak nie utrzyma się długo. Stanie się tak, gdyż każdy racjonalny inwestor wiedząc, iż rynek jest silnie efektywny, nie będzie poszukiwał żadnych informacji, ponieważ jego jednostkowe wysiłki w takiej sytuacji byłyby z pewnością nieopłacalne (Malkiel, 2003b, s. 80; Grossman, Stiglitz, 1980, s. 405). Przy stałym napływie nowych, nieoczekiwanych i istotnych informacji na rynek doprowadza to do spadku efektywności informacyjnej, gdyż te nowe informacje nie znajdują odzwierciedlenia w cenach, ponieważ nikt racjonalny (wiedząc, że rynek jest efektywny informacyjnie) nie będzie ich poszukiwał ani analizował. Początkowo inwestorzy nie będą poszukiwać informacji najtrudniej dostępnych, którymi są informacje prywatne. Doprowadzi to do spadku efektywności informacyjnej do jej średniej formy.

Gdy rynek jest średnio efektywny informacyjnie analiza fundamentalna jest bezużyteczna. Dlatego każdy racjonalny inwestor nie będzie jej używał. Doprowadzi to do nieuwzględniania informacji publicznie dostępnych i spadku efektywności informacyjnej. Ten sam mechanizm doprowadzi w konsekwencji do zupełnego braku efektywności informacyjnej, co skłoni racjonalnych inwestorów do używania analiz ekonomicznych, w kolejności przedstawionej na rysunku 1. (dolna strzałka), co z kolei znowu spowoduje wzrost efektywności informacyjnej rynku.

Oczywiście przedstawiony cykl nie musi obejmować wszystkich wyszczególnionych faz, np. przy słabej efektywności informacyjnej rynku inwestorzy mogą sobie zdać sprawę z jej istnienia i zacząć stosować analizę fundamentalną, co ograniczy cykl zmian efektywności informacyjnej rynku do jej trzech form.

Jest jednak czynnik, który powoduje, iż efektywność informacyjna rynku może zmieniać się nieznacznie, lub nawet być stała w pewnych okresach. Czynnikami tym są działania nieracjonalnych inwestorów, którzy stosują analizę techniczną i fundamentalną niezależnie od występującej formy efektywności informacyjnej. Dzięki ich nieracjonalnemu działaniu

na rynku kapitałowym może utrzymywać się nawet dość wysoka, średnia forma efektywności informacyjnej. Uwzględniając dodatkowo fakt, iż korzystanie z informacji prywatnych jest zabronione i ścigane przez organy prawa, inwestorzy nieracjonalni przyczyniają się również do tego, że rynek rzadko osiąga „czystą” postać słabej efektywności informacyjnej (czyli taką, która nie uwzględnia żadnych innych informacji publicznie dostępnych oprócz informacji o przeszłych notowaniach walorów). Dlatego właśnie nieracjonalni inwestorzy przyczyniają się do poprawnej wyceny walorów, przez co zwiększają efektywność informacyjną rynku, która przyczynia się do racjonalnego inwestowania na rynku pierwotnym.

ZAKOŃCZENIE

W opracowaniu tym dowiedziono, iż nie tylko efektywność informacyjna rynku determinuje racjonalne metodologicznie zachowania inwestorów, ale istnieje także zależność odwrotna. Zachowania inwestorów z pewnością bowiem powodują zmiany efektywności informacyjnej rynku, przy czym zarówno racjonalni, jak i nieracjonalni inwestorzy mogą swym działaniem przyczynić się do wzrostu lub spadku tej efektywności.

Ocena tego zjawiska nie jest jednoznaczna. Z jednej strony efektywność informacyjna przyczynia się do efektywnej alokacji kapitałów, z drugiej zaś oznacza sytuację, w której niemożliwe jest osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu ważonych ryzykiem, czyli tzw. „pokonanie rynku”, co barwnie przedstawia B.G. Malkiel (2003a, s. 207-208; 2003b, s. 60).

LITERATURA

- Alajbeg D., Bubas Z., Šonje V. (2011), *Efficient Market Hypothesis: is the Croatian Stock Market as (In)Efficient as the US Market*, „Financial Theory and Practice”, Vol. 35, No. 3.
- Al-Kaber M. (2007), *Struktura funkcjonalna rynku kapitałowego i jego rozwój w Polsce*, Wydawnictwo WSE w Białymstoku, Białystok.
- Barberis N. (2000), *Rynki: cena może nie być właściwa*, [w:] *Tajniki Finansów*, Wydawnictwo K. E. LIBER, Warszawa.
- Basu S. (1977), *Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of Efficient Market Hypothesis*, „Journal of Finance” Vol. 32, no. 3.
- Brenner M. (1977), *The Effect of Model Misspecification on Test of the Efficient Market Hypothesis*, „Journal of Finance”, Vol. 32, No. 1.

- Brenner M. (1979), *The Sensitivity of the Efficient Market Hypothesis to Alternative Specifications of the Market Model*, „Journal of Finance”, Vol. 34, No. 4.
- Czekaj J., Woś M. (2001), *Metodologiczne aspekty efektywności rynku kapitałowego*, [w:] J. Czekaj (red.), *Efektywność giełdowego rynku w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Downes D., Dyckman T.R. (1973), *A Critical Look at the Efficient Market Empirical Literature as It Relates to Accounting Information*, „The Accounting Review”, Vol. 48, No. 2.
- Fama E.F. (1965), *The Behavior of Stock-Market Prices*, „Journal of Business”, Vol. 38, No. 1.
- Fama E.F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance”, Vol. 25, No. 2.
- Fama E.F. (1976), *Efficient Capital Markets: Reply*, „Journal of Finance”, Vol. 25, No. 1.
- Fama E.F. (1991), *Efficient Capital Markets: II*, „Journal of Finance”, Vol. 46, No. 5.
- Findlay M.C., Williams E.E. (2000), *A Fresh Look at the Efficient Market Hypothesis: How the Intellectual History of Finance Encouraged a Real “Fraud-on-the-Market”*, „Journal of Post Keynesian Economics”, Vol. 23, No. 2.
- French K.R. (1988), *Crash-Testing the Efficient Market Hypothesis*, „NBER Macroeconomics Annual”, Vol. 3.
- Germain L. (2000), *Efektywność rynku: zwierciadło informacji*, [w:] *Tajniki Finansów*, Wydawnictwo K. E. LIBER, Warszawa.
- Grossman S.J., Stiglitz J.E. (1980), *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, „The American Economic Review”, Vol. 70, No. 3.
- Haugen R.A. (1996), *Teoria nowoczesnego inwestowania. Obszerny podręcznik analizy portfelowej*, WIG-Press, Warszawa.
- Jagric T., Podobnic B., Kolanovic M. (2005), *Does the Efficient Market Hypothesis Hold? Evidence from Six Transition Economies*, „Eastern European Economics”, Vol. 43, No. 4.
- Jajuga K., Jajuga T. (2007), *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kamiński J., Mikołajczyk M., Mosiejko L. (2010), *Rynek kapitałowy*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Finanse*, Difin, Warszawa.
- Keane S.M. (1986), *The Efficient Market Hypothesis on Trial*, „Financial Analysts Journal”, Vol. 42, No. 2.
- Kutner R. (2009), *Symulacje komputerowe procesów singularnych i osobliwych w finansach – wybrane algorytmy. Szkic*, Zakład Dydaktyki Fizyki, Instytut Fizyki Doświadczalnej, Wydział Fizyki, Uniwersytet Warszawski, Warszawa, http://www.fuw.edu.pl/tl_files/studia/materialy/ef/Hurst_Finance.pdf (stan na 05.05.2012 r.).
- Laffer A.B., Ranson R.D. (1978), *Some Practical Applications of the Efficient-Market Concept*, „Financial Management”, Vol. 7, No. 2.
- Malkiel B.G. (2003a), *Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z rynkiem*, WIG-Press, Warszawa.
- Malkiel B.G. (2003b), *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, „Journal of Economics Perspectives”, Vol. 17, No. 1.

- Markowitz H. (1952), *Portfolio Selection*, „Journal of Finance”, Vol. 7, No. 1.
- Mucha M. (2008), *Nieefektywność rynku kapitałowego i racjonalność oczekiwań. Analiza na przykładzie Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych*, „Ekonomista” nr 2.
- Mucha M. (2009), *Teoria oczekiwań. Analiza empiryczna Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Nowakowski E.W. (2010), *Krótką sprzedaż a efektywność rynku kapitałowego*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa.
- Nurunnabi M.R. (2011), *Testing Weak-Form Efficiency of Emerging Economies: A Critical Review of Literature*, „Journal of Business, Economics and Management”, Vol. 13, No. 1.
- Pesando J.E. (1979), *On the Random Walk Characteristics of Short- and Long-Term Interest Rates in An Efficient Market*, „Journal of Money, Credit and Banking”, Vol. 11, No. 4.
- Renshaw E.F. (1984), *Stock Market Panics: A test of the Efficient Market Hypothesis*, „Financial Analysts Journal”, Vol. 40, No. 3.
- Siwek P. (2000), *Efekt stycznia na rozwiniętych rynkach kapitałowych i na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek finansowy. Wybrane zagadnienia*, AE w Poznaniu, Poznań.
- Szyska A. (2003a), *Efektywność giełdy papierów wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, AE w Poznaniu, Poznań.
- Szyska A. (2003b), *Ograniczenia arbitrażu a efektywność rynku kapitałowego*, „Studia Ekonomiczne”, nr 3.
- Szyska A. (2007), *Zachowania stadne a efektywność informacyjna rynku kapitałowego*, „Ekonomista”, nr 1.
- Wajda P. (2011), *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Ziarko-Siwiek U. (2004), *Ocena efektywności Informacyjnej wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce*, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 198.
- Ziarko-Siwiek U. (2005), *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.

Justyna Kłobukowska

RYNKI FINANSOWE WOBEC ZMIAN DEMOGRAFICZNYCH

Słowa kluczowe: *rynk finansowe, demografia, systemy emerytalne, ryzyko długowieczności*

Abstrakt: Wiele światowych gospodarek staje przed wyzwaniem jakim są zmiany demograficzne. Generują one wiele kosztownych skutków ekonomiczno-społecznych dla budżetów państw. Z drugiej strony, konieczne jest wykorzystanie potencjału dłuższego trwania życia. Pozytywne postrzeganie tego zjawiska jest szansą rozwoju wielu dziedzin, w tym finansów.

Celem pracy jest zidentyfikowanie i bliższa charakterystyka produktów, które są oferowane na światowych rynkach finansowych w wyniku odczuwalnych zmian demograficznych. W tym celu wykorzystano literaturę polską i zagraniczną oraz źródła internetowe. Posłużono się metodą opisową i porównawczą, by syntetycznie zaprezentować doświadczenia światowych rynków finansowych w tym zakresie.

Rynki finansowe w obliczu zmian demograficznych są bardzo kreatywne. W odpowiedzi na te zmiany proponowane są nowe produkty inwestycyjne, które mają zachęcać do oszczędzania długoterminowego na emeryturę. Promowane są sposoby na inwestowanie środków pieniężnych, które można zacząć w każdym momencie życia. Pojawiają się również produkty, takie jak odwrócona hipoteka, które dedykowane są jedynie dla osób po 60. roku życia. Można wnioskować, że podmioty na rynkach finansowych będą się otwierać na seniorów, upatrując w nich nowy segment klientów.

Jednakże, zmiany demograficzne niosą ryzyko dla działalności firm ubezpieczeniowych i innych podmiotów finansowych. Konieczne staje się więc tworzenie instrumentów, które wykorzystywane są do zabezpieczania się przed ryzykiem długowieczności (tzw. *longevity risk*). Występujące obecnie instrumenty nie są zbyt popularne i powszechne. Nasilające się starzenie społeczeństw będzie wymagać zmiany obecnego stanu w tym zakresie i dalekowzroczności.

FINANCIAL MARKETS IN THE FACE OF DEMOGRAPHIC CHANGES

Keywords: *financial markets, demography, pension systems, longevity risk*

Abstract: Demographic changes are challenge for many world economies. They generate increase of economic and social cost for government's budgets. On the other side, it is necessary to use potential in the longer life duration. Positive influence could be chance for development many fields, including finance.

The main aim of the article is to identify and characterize products, which are offered on world financial markets in result of progressing demographic changes. For this aim, polish and foreign sources of information were used. Huge part of descriptions based on the experiences coming from highly developed financial markets around the world.

The financial markets in the face of demographic changes are very creative. The new investment products and services support long-term retirement investments. Wide variety products are dedicated to many group of clients. Moreover, appear instruments, like reverse mortgage, for sixty years old clients. That example show opening financial markets on seniors – new segment of customers in the nearest future.

However, demographic changes are kind of risk for insurance companies and other financial institutions. It is necessary to create essential tools which can be used to manage longevity risk. Actually, it is not so popular on financial markets. Aging societies will require change of present state by creation suitable instruments and long-sightedness.

WPROWADZENIE

Rynki finansowe stają w obliczu wielu zmian natury demograficznej. Dotyczą one przede wszystkim zmiany struktury wieku ludności, spadku przyrostu naturalnego czy też zwiększonych migracji ludności. Prognozy wskazują na umacnianie się tych zjawisk w perspektywie kolejnych kilkudziesięciu lat. Co istotne, zjawiska te nie dotyczą jedynie wybranych krajów, ale bez wyjątku będą przedstawiać globalny obraz światowych gospodarek.

Z punktu widzenia obecnie prowadzonych przez większość państw polityk ekonomicznych, zmiany demograficzne stały się palącym problemem. A to z powodu zwiększających się obciążeń budżetowych w wyniku wzrostu liczby osób w wieku emerytalnym. W stosunku do tych osób rosną wydatki na świadczenia emerytalne lub te związane z opieką zdrowotną.

Rozwiązania stosowane dotychczas okazują się nieefektywne w dłuższej perspektywie i wymagają zmian. Stąd ważne staje się zidentyfikowanie reakcji rynków finansowych na zmiany demograficzne, podejmowane w tym opracowaniu.

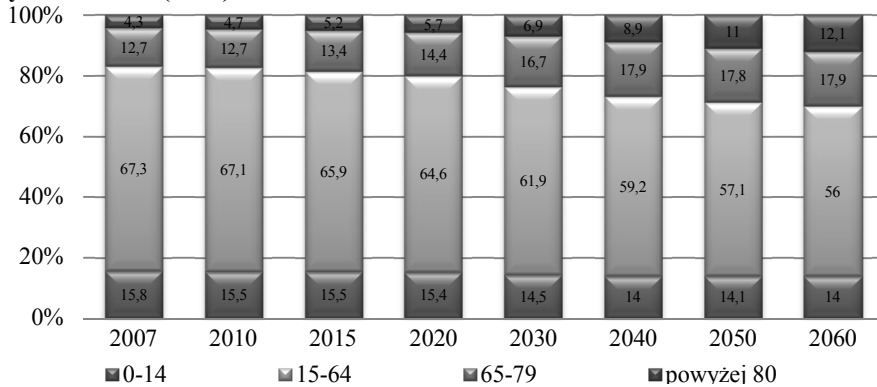
Wprowadzenie nowych i promowanie istniejących instrumentów na rynku finansowym, które w swej idei uwzględniają zmiany demograficzne warunkować będzie postrzeganie tych zjawisk jako szans rynkowych dla wielu podmiotów gospodarczych. Przyczyni się to do zmniejszenia niepokojów społecznych dotyczących przyszłości wśród osób w wieku produkcyjnym, jak i emerytalnym. Z tych oto powodów za cel artykułu stawia się określenie i scharakteryzowanie przykładów takich produktów.

Cel pracy zostanie zrealizowany poprzez przedstawienie obecnej i prognozowanej sytuacji demograficznej na świecie oraz określenie ekonomicznych konsekwencji zaobserwowanych zjawisk. Przeglądowi poddane zostaną poszczególne segmenty rynku finansowego. Dzięki czemu zaprezentowane zostaną nowe produkty i usługi finansowe, których występowanie jest reakcją na zmieniające się otoczenie.

SYTUACJA DEMOGRAFICZNA NA ŚWIECIE I JEJ KONSEKWENCJE

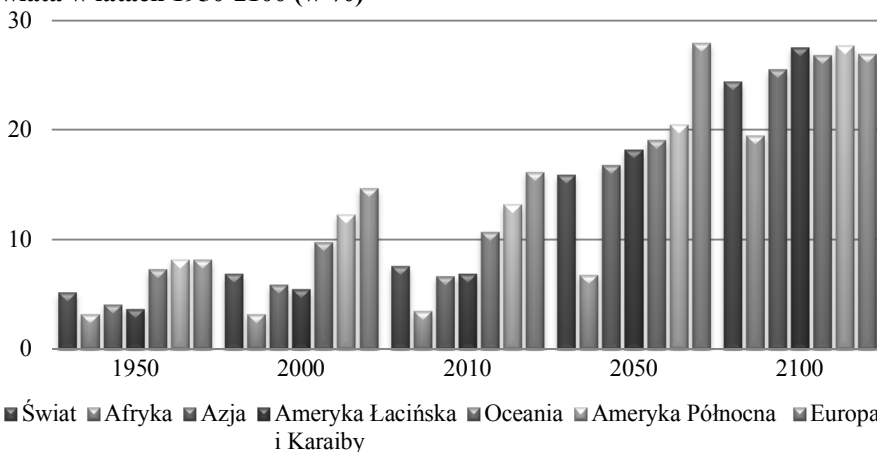
Nasilanie się wielu zjawisk demograficznych stało się przyczyną rozpatrywania kierunku tych przemian. Konsekwencje okazały się wieloaspektowe, stąd przemiany demograficzne i ich skutki stały się przedmiotem badań i oceny wielu dziedzin nauki, w tym finansów.

Główne składniki zmian demograficznych to przede wszystkim wydłużanie się oczekiwanego trwania życia, spadek liczby urodzeń, coraz częstsze migracje ludności. Jednoczesne występowanie tych zjawisk sprawia, że możemy mówić o transformacji demograficznej na świecie (Śliwiński, 2009, s. 500). Struktura wiekowa ludności na świecie ulega zmianie. Udział osób w wieku produkcyjnym w ogólnej liczbie ludności będzie malał w wielu krajach, również w Unii Europejskiej, co przedstawia wykres 1.

Wykres 1. Prognozowana struktura populacji według głównych grup wiekowych w UE-27 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Commission (2009a, s. 260-263).

Ponadto, populacja będzie coraz starsza (tzw. *ageing*). Udział w populacji ludzi w wieku 65 lat i starszych na świecie zwiększy się z poziomu 7,6% w 2010 r. do 24,4% w 2100 r. Mamy więc do czynienia ze zjawiskiem starzenia się społeczeństw, które przejawia się w zwiększaniu udziału osób w starszym wieku w strukturze ludności. Wzrost odsetka ludzi po 65 roku życia w zależności od położenia geograficznego przedstawia wykres 2.

Wykres 2. Odsetek ludności powyżej 65 roku życia w zależności od rejonu świata w latach 1950-2100 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie United Nations (2011, s. 373-405).

Konsekwencje zjawiska starzenia się społeczeństw głównie dotkną budżety państw. Wzrost wydatków publicznych będzie związany ze zwiększoną liczbą beneficjentów świadczeń emerytalnych, wydatkami na ochronę zdrowia i innymi usługami na rzecz osób starszych. Według prognoz starzenie się ludności zwiększy przyszłe wydatki na publiczne programy emerytalne oraz programy opieki zdrowotnej. Przykładową symulację przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Wpływ starzenia się społeczeństw na wydatki publiczne na przykładzie wybranych krajów (jako % PKB)

Kraj	Wydatki na emerytury		Wydatki na ochronę zdrowia i opiekę długoterminową	
	Okolo 2000 r.	Okolo 2050 r.	Okolo 2000 r.	Okolo 2050 r.
Kraje europejskie				
Belgia	9,0	13,0	6,3	10,6
Francja	12,1	14,5	6,9	9,4
Niemcy	11,8	13,8	5,7	8,8
Włochy	14,2	14,4	5,5	7,6
Holandia	5,2	8,3	7,2	12,0
Szwecja	9,2	10,8	8,1	11,3
Szwajcaria	7,2	10,8	5,8	10,3
Wielka Brytania	5,0	5,6	7,9	11,0
Inne kraje				
Stany Zjednoczone	4,4	6,2	2,6	7,0
Kanada	4,7	6,4	6,3	10,5
Japonia	7,9	8,5	5,8	8,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie OECD (2005, s. 21).

Aby zmniejszyć wpływ tych tendencji, na arenie międzynarodowej można zaobserwować szereg reform lub ich zapowiedzi odnośnie polityki społecznej, ubezpieczeń społecznych czy polityki zatrudnienia. Poszczególne kraje podejmują się również zmian w metodzie finansowania systemów emerytalnych (z repartycyjnych na w części kapitałowe), co ma przyczynić się odciążenia budżetów państw, które mogą zostać przytłoczone wzrostem liczby świadczeniobiorców. W innym razie moglibyśmy spotkać się z nadmiernym opodatkowaniem ludności w wieku produkcyjnym. Przełożyłoby się to z pewnością na spadek produktywności i pogorszenie ich poziomu życia.

PRODUKTY EMERYTALNO-UBEZPIECZENIOWE

Podstawowym sposobem zapewnienia środków finansowych na okres starości jest członkostwo w programach emerytalnych. Starzenie się społeczeństw wpływa na kreowanie produktów emerytalnych, w których można uczestniczyć, by zapewnić sobie środki na pokrycie wydatków po zakończeniu aktywności zawodowej.

Programy emerytalne bardzo różnią się między krajami, część z nich jest obowiązkowa, a część dobrowolna. Wielofilarową prezentację systemów emerytalnych przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Wielofilarowa prezentacja systemu emerytalnego

Przystąpienie	Finansowanie	Charakterystyka systemu
Filar 0		
afiliacja	budżetowe	emerytura „socjalna” (ogólnie dostępna lub uzyskiwana na podstawie oceny sytuacji materialnej)
Filar 1		
obowiązkowe	składki uzupełniające podatkami	publiczna część systemu emerytalnego (zarządzana publicznie, o zdefiniowanym świadczeniu lub zdefiniowanej składce)
Filar 2		
obowiązkowe	aktywa finansowe	zakładowe lub indywidualne plany emerytalne (w pełni kapitałowe o zdefiniowanym świadczeniu lub zdefiniowanej składce)
Filar 3		
dobrowolne	aktywa finansowe	zakładowe lub indywidualne plany emerytalne (częściowo lub w pełni kapitałowe o zdefiniowanym świadczeniu lub zdefiniowanej składce)
Filar 4		
dobrowolne	aktywa finansowe i niefinansowe	różnorodne nieformalne i formalne formy wsparcia materialnego w okresie starości, w tym m.in. tzw. odwrócona hipoteka

Źródło: opracowanie własne na podstawie Szumlicz (2011, s. 219).

Systemy repartycyjne są rozwiązaniem, które w obliczu zjawiska starzenia się społeczeństwa rodzą pytanie o ich wypłacalność w długim okresie. Wprowadza się więc coraz częściej modele oparte na udziałach kapitałowych. Osoby pracujące odkładają systematycznie część swoich bieżących zarobków do momentu odejścia na emeryturę, dzięki czemu ich oszczędno-

ści podlegają kapitalizacji, a oni w trakcie swej kariery zawodowej nabywają prawo własności do kapitału (Nyce, Schieber, 2011, s. 47).

Takie systematyczne oszczędzanie zgodne jest z modelem cyklu życia F. Modiglianiego, który wyjaśnia, jak na różnym etapie życia zmienia się poziom dochodów i wydatków (Begg, Fischer, Dornbusch, 2007, s. 152-153). We wczesnej młodości odczuwany jest niedobór środków finansowych, co zmienia się w okresie aktywności zawodowej, kiedy to dochody są coraz wyższe, konsumpcja mniejsza i możliwa jest akumulacja środków, które mogą być zużyte po zakończeniu tej aktywności. Posiadanie aktywów emerytalnych zgromadzonych w okresie aktywności zawodowej umożliwi ich upłynnienie i konsumpcję w okresie emerytalnym.

Wprowadzenie części kapitałowej do systemów obowiązkowych lub jako dobrowolną formę oszczędzania sprawia, że finansujemy emeryturę poprzez aktywa finansowe. Rozwój rynku finansowego uwzględniający potrzebę gromadzenia i inwestowania środków na starość będzie przyczyniać się do poszerzania spektrum produktów emerytalnych, w których będzie można lokować środki.

Zakłady ubezpieczeń również posiadają oferty ubezpieczeniowych produktów emerytalnych. W Polsce do takich produktów można zaliczyć ubezpieczeniowe formy pracowniczych programów emerytalnych oraz indywidualne konta emerytalne (Małecka, 2009, s. 479).

Starzenie się społeczeństwa powinno przyczynić się do zwiększenia popularności innych produktów ubezpieczeniowych niż ubezpieczenia zdrowotne i na życie, uwzględniające to zjawisko. Towarzystwa ubezpieczeniowe na świecie oferują np. usługi *long term care*, które umożliwiają gromadzenie środków na sfinansowanie opieki i pomocy w starszym wieku (Śliperski, 2009). Usługa została wprowadzona we Włoszech przez Towarzystwo Generali, podobne polisy oferowane są przez towarzystwa niemieckie, hiszpańskie i brytyjskie (Śliwiński, 2009, s. 505).

Zmiany demograficzne i społeczne na świecie mogą również przyczynić się do rozpowszechnienia specjalnej oferty *assistance*, która polega na świadczeniu usług osobom starszym, dotyczących wszelkiego rodzaju pomocy w codziennym życiu i podróży (Iwanicz-Drozdowska, 2010, s. 87). Przykładem takiej oferty jest polisa ubezpieczenia w podróży dla osób w wieku do 85 lat oferowana w Stanach Zjednoczonych. Osoba ubezpieczona, w ramach tej oferty, może liczyć na ubezpieczenie podróży jednorazowej do 35 dni, ewentualnie pobytu ciągłego maksymalnie do 183 dni w roku (Śliwiński, 2009, s. 506). Ponadto, ubezpieczenie obejmuje bagaż, wydatki dodatkowe w razie nieszczęśliwego wypadku.

Gromadzenie oszczędności na starość w starzejącym się społeczeństwie może odbywać się w różny sposób. W wielu krajach przygotowywane są

przez rządy, pracodawców lub inne organizacje sformalizowane programy emerytalne (Nyce, Schieber, 2011, s. 47). Rynek ubezpieczeniowy przedstawia również coraz szerszą ofertę produktową. Oszczędzanie na emeryturę można także potraktować jako element finansów osobistych, kierując się w tym zakresie własną wiedzą lub doradcy finansowego. W każdym przypadku, mamy do czynienia z coraz szerszą gamą produktów.

RYNEK KAPITAŁOWY I RYNEK ODWRÓCONEJ HIPOTEKI

Rosnące potrzeby i preferencje osób indywidualnych będą wspierać rozwój rynku finansowego. Powstawanie nowych i rozpowszechnianie się istniejących instrumentów i usług finansowych, będzie odpowiedzią na zainteresowanie wywołane wizjami zmian demograficznych i uświadomieniem potrzeby oszczędzania.

Istotne jest, by gromadzone środki były efektywnie zarządzane. Rozwiązaniem nowoczesnym, oferowanym na globalnym rynku finansowym od kilku lat są usługi *asset and wealth management*. To długoterminowe usługi zarządzania majątkiem finansowym, jak i niefinansowym osób prywatnych i ich rodzin przez instytucje finansowe, mające na celu ochronę zgromadzonego majątku i jego bezpieczne pomnażanie. Usługi na jakie możemy liczyć to przede wszystkim zarządzanie inwestycjami i doradztwo podatkowe, optymalizacja podatkowa, planowanie spadkowe oraz inne dodatkowe usługi (Gabryelczyk i in., 2009, s. 15-18).

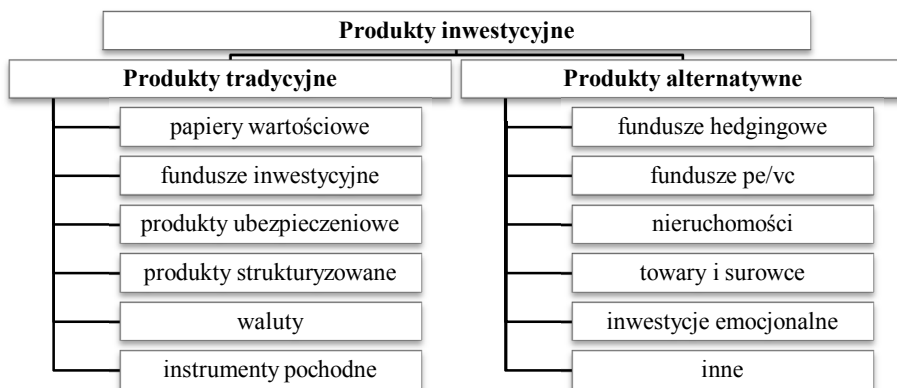
Wachlarz instrumentów finansowych, które mogą posłużyć jako sposób inwestycji w zależności od majątności danej osoby, jej wieku, wiedzy finansowej czy akceptowanego poziomu ryzyka jest bardzo szeroki. Mogą to być zarówno produkty tradycyjne, jak i alternatywne (nowoczesne), takie jak przedstawione na schemacie 1.

Nowoczesne instrumenty finansowe mogą posłużyć do alternatywnych inwestycji emerytalnych, jeśli za tradycyjny sposób potraktować korzystanie z państwowych programów emerytalnych, które w większości bazują na produktach tradycyjnych (Towers Watson, 2012, s. 8).

Wykorzystanie nowych sposobów inwestycji z myślą o emeryturze umożliwi rozwój rynków finansowych, o czym może świadczyć propozycja utworzenia OCERP (*Officially Ceritifed European Retirement Plan*) z wbudowanymi funduszami inwestycyjnymi na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych otwartych tzw. UCITS. Koncepcja OCERP może stać się nowym segmentem rynku finansowego, który będzie umożliwiał obywatelom Unii Europejskiej równy dostęp do najlepszych dla nich programów emerytalnych na poziomie unijnym (EFAMA, 2010, s. 6-7). Dzięki

tej idei pozycja funduszy inwestycyjnych jako instrumentu umożliwiającego długoterminowe oszczędności na emeryturę może się umocnić.

Schemat 1. Rodzaje produktów inwestycyjnych

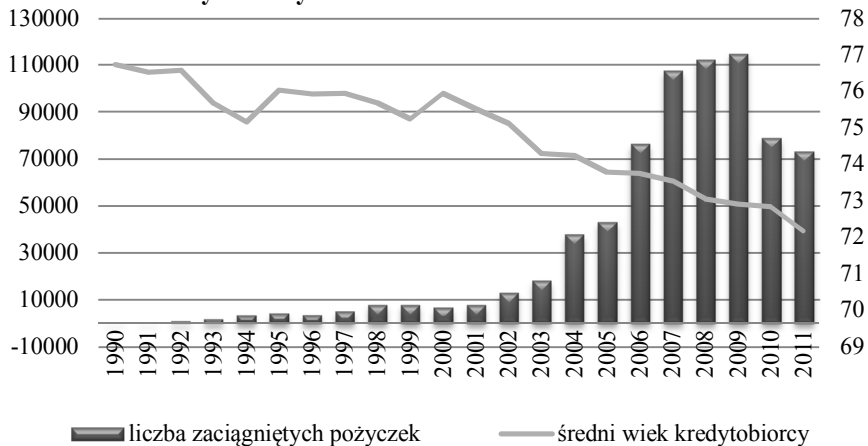


Źródło: opracowanie własne na podstawie Lipiński (2011, s. 180-198).

Kolejnym instrumentem finansowym oferowanym w dobie zmian demograficznych jest hipoteka odwrócona. Jest to usługa finansowa polegająca na zawarciu umowy kredytu zabezpieczonego hipoteką na nieruchomości między klientem i instytucją kredytującą (Gołabeska, Melcer, Minczewska, 2011, s. 58). Spłata tego kredytu odroczone jest do śmierci klienta i następuje ze sprzedaży nieruchomości.

Produkt umożliwia osobom po 60. roku życia konwersję majątku skumulowanego w prawie własności do nieruchomości na środki pieniężne. Osoby te są często określane mianem *asset reach cash poor*, gdyż najbardziej wartościowym elementem ich majątku jest posiadanie nieruchomości – aktywa, które można wykorzystać w procesie finansowania potrzeb życiowych w starszym wieku. Środki uzyskane z hipoteki odwróconej uzupełniają bieżący dochód i inne tradycyjne formy oszczędzania, przez co możliwa jest poprawa sytuacji finansowej emerytów.

Rynkiem najbardziej rozwiniętym spośród wszystkich rynków oferujących tego typu produkt jest rynek w Stanach Zjednoczonych, a liczba umów, która jest co roku tam podpisywana jest najwyższa. Liczbę umów HECM zawieranych od 1990 r. wraz z średnim wiekiem kredytobiorcy przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Liczba umów HECM zawieranych w USA w latach 1999-2011 a średni wiek kredytobiorcy

Źródło: opracowanie własne na podstawie HUD (2011).

Dystrybucja produktu w Stanach Zjednoczonych odbywa się na różne sposoby. Największą popularnością i zaufaniem klientów cieszy się ogólnonarodowy program HECM wprowadzony w 1989 r. Potencjalny uczestnik tego programu musi mieć ukończone 62 lata, posiadać nieruchomość, którą zamieszkuje o wartości do 625,5 tys. USD, wolną od innych obciążeń. Bez względu na długość dalszego zamieszkiwania nieruchomości, zmianę jej wartości lub sytuację podmiotu udzielającego pożyczki każdy klient ma zapewnione regularne wypłaty pożyczki, dzięki rządowemu ubezpieczeniu (AARP, 2005, s. 15).

Dużym rynkiem hipoteki odwróconej jest rynek krajów członkowskich Unii Europejskiej. Starzejąca się Europa szuka rozwiązań, które mogą wesprzeć seniorów i podwyższyć ich poziom życia. Szacuje się, że wartość całego rynku rent hipotecznych stanowi mniej niż 0,1% wartości rynku kredytów hipotecznych w UE (6,15 bln EUR) (Kowalak, 2011, s. 253-254). Najbardziej rozwinięty rynek tego produktu mają Wielka Brytania, Hiszpania oraz Irlandia. Wartość i liczba podpisanych umów hipoteki odwróconej przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Całkowita wartość (w mln) i liczba transakcji hipoteki odwróconej w wybranych krajach UE

Kraj	Wartość (w mln EUR)	Liczba zawartych umów
Francja	20,0	200
Niemcy	10,0	100
Węgry	3,2	b.d.
Włochy	74,3	300
Hiszpania	1 268,0	3 600
Szwecja	110,0	2 500
Wielka Brytania	1 825,0	33 000
Suma	3 310,5	39 700

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Commission (2009b, s. 21).

Patrząc na przykład hipoteki odwróconej jako produktu skierowanego wyłącznie do seniorów, można wnioskować, że starzenie się społeczeństw będzie wymagało tworzenia podobnych produktów lub usług finansowych skierowanych do tej grupy wiekowej. Tak więc seniorzy mogą stać się nowym segmentem klientów. Obecnie jednak nie często tworzone są specjalne rozwiązania dla seniorów, którzy rzadko korzystają chociażby z usług banków (Iwanicz-Drozdowska, 2010, s. 87).

FORMY ZABEZPIECZANIA PRZED SKUTKAMI RYZYKA DŁUGOWIECZNOŚCI

Zmiany demograficzne będą generować dla różnych podmiotów działających na rynku finansowym, w szczególności zakładów ubezpieczeniowych, tzw. ryzyko długowieczności (*longevity risk*), które można również określić mianem ryzyka „zbyt długiego życia”.

Firmy ubezpieczeniowe i wiele instytucji finansowych w wyniku zmian demograficznych muszą podjąć się działań, które będą ograniczać ryzyko towarzyszące zawieraniu umów.

W przypadku ubezpieczeń rent dożywotnich dłuższy czas życia osoby ubezpieczonej oznacza większą liczbę wypłat renty. Jeśli suma składek pobranych od ubezpieczonego uwzględniająca zysk z inwestycji nie pokryje zwiększonej liczby wypłat renty (spowodowanej *de facto* dłuższym życiem osoby ubezpieczonej) to sytuacja finansowa ubezpieczyciela będzie niekorzystna. Podobna sytuacja będzie miała miejsce w przypadku zawierania umów typu odwrócona hipoteka.

Uwzględnienie ryzyka związanego z dłuższym życiem pozwala uniknąć niedoszacowania przyszłych świadczeń (Wierzchowska, 2009, s. 517-518).

Można w tym celu użyć instrumentów, które będą zabezpieczać przed tym ryzykiem. Na świecie pojawiają się już pojedyncze przykłady rozwiązań, które transferują ryzyko na inwestorów.

Przykładem takiego rozwiązania są obligacje, które uzależniają wysokość odsetek od różnicy w demograficznych trendach między określonymi grupami wiekowymi. W tej formule, SwissRe (firma ubezpieczeniowa) wyemitowała ośmioletnie obligacje o wartości 50 mln GBP w grudniu 2010 r. Inwestorzy, kupując takie obligacje biorą na siebie ryzyko, że do 2016 r. średnia wieku Brytyjczyków będzie rosła wolniej niż średnia wieku Amerykanów (Wróbel, 2011).

Kolejnym sposobem jest wykorzystanie instrumentów pochodnych tzw. *longevity swaps* (swapy na długowieczność). JP Morgan stworzył *swap* (tzw. *q-Forwards*), który zabezpiecza w sytuacji gdy emeryt żyje dłużej niż oczekiwano. Fundusz emerytalny płaci ustaloną składkę dla kontrahenta na podstawie długości życia członków towarzystwa ubezpieczeniowego do określonego wieku. Jeśli członkowie żyją dłużej niż oczekiwano, kontrahent dokona zwrotu funduszy, jeśli umierają wcześniej, kontrahent zyskuje (Suess, Bandel, Crowley, 2011). Podobne umowy *swapowe* mogą zabezpieczać firmy ubezpieczeniowe lub podmioty oferujące odwróconą hipotekę.

Innym przykładem są indeksy Xpect notowane na niemieckiej giełdzie, które odzwierciedlają obecną i przewidywaną długość życia mieszkańców Niemiec, Holandii oraz Anglii i Walii. Wykorzystywane są do zawierania transakcji na instrumenty pochodne oparte na tych indeksach (Stykowski, 2012).

Coraz częściej mówi się o wykorzystywaniu do zarządzania ryzykiem długowieczności tzw. *catastrophe bonds* (obligacji kryzysowych) lub *death bonds* (stosowanych na rynku amerykańskim) (Wogórka-Hyczko, 2009, s. 284-286). Ponadto, ważny jest również rozwój sekurytyzacji. Wzrost ryzyka długowieczności będzie z pewnością wpływał na rozwój rynków instrumentów pochodnych (OECD, 2005, s. 46-47).

Zmiany demograficzne dla firm ubezpieczeniowych i instytucji finansowych mogą być szansą rynkową na poszerzenie swojej oferty o nowe produkty, ale mogą również generować dodatkowe ryzyko dla ich działalności. Nie dziwi więc fakt, że tworzone są rozwiązania, które będą dopasowywane do profilu działalności i jednocześnie będą zabezpieczały przed ryzykiem długowieczności.

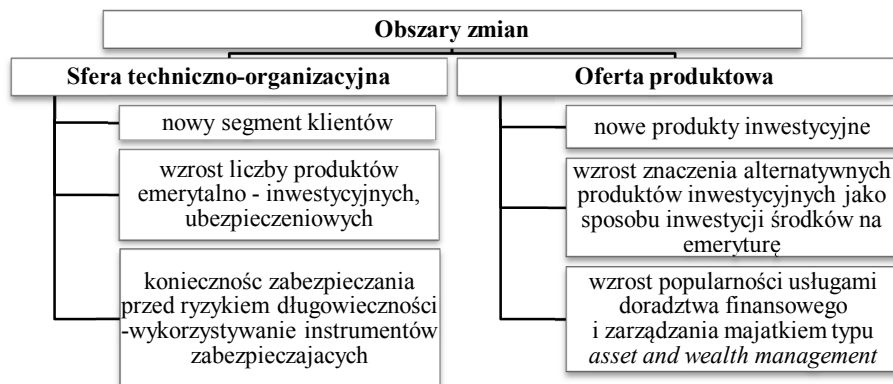
ZAKOŃCZENIE

Zmiany demograficzne, a w szczególności starzenie się społeczeństw będzie miało znaczący wpływ na rynki finansowe.

W obliczu zmieniających się tendencji poszerza się oferta produktowa, zarówno na rynku ubezpieczeniowym, kapitałowym, kredytowym czy instrumentów pochodnych. Możemy oczekiwać wzrostu popularności alternatywnych produktów inwestycyjnych. Brak lub niewielka wiedza o produktach finansowych nie musi być przeszkodą w korzystaniu z nich. Dzięki specjalistom, takim jak doradcy finansowi czy wyspecjalizowane firmy oferujące usługi *asset and wealth management* można skonsultować się w sprawie inwestycji i efektywnie zarządzać własnym majątkiem, który warto gromadzić, chociażby z myślą o emeryturze.

Obszary zmian na rynku finansowym, które zachodzą w wyniku zmian demograficznych, syntetycznie przedstawia schemat 2.

Schemat 2. Obszary zmian rynku finansowego w obliczu przemian demograficznych



Źródło: opracowanie własne.

Wpływ na rozwój rynków finansowych będzie bardziej znaczący, jeśli wzrośnie w społeczeństwie potrzeba oszczędzania z myślą o emeryturze. Im większe będzie zainteresowanie, tym szerszej i bogatszej oferty będzie można się spodziewać. Wzrost udziału liczby osób starszych w ogólnej liczbie ludności będzie wpływał na kierowanie wielu ofert do tej wyselekcjonowanej grupy. Wydłużanie się życia człowieka na emeryturze, a w związku z tym potrzeba środków finansowych będzie przyczyną do

rozpatrywania różnych możliwości oszczędzania nie tylko poprzez obowiązkowe powszechne systemy emerytalne.

Z niniejszego opracowania wynika również, że rynek finansowy nie stoi w miejscu jeśli chodzi o zabezpieczanie przed ewentualnym ryzykiem długowieczności, które może towarzyszyć wielu podmiotom w prowadzonej przez nich działalności. Bardzo ważna jest implementacja na rynki rodzime rozwiązań, które są stosowane na świecie.

W niniejszej pracy podjęto się prezentacji jedynie wybranych kwestii. Ze względu na szerokie spektrum oddziaływania zmian demograficznych na rynki finansowe przedmiotem zainteresowań autorki będzie ich głębsza obserwacja.

LITERATURA

- AARP (2005), *Home Made Money A Consumer's Guide to Reverse Mortgages*, Washington.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R. (2007), *Makroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- EFAMA (2010), *Revisiting the landscape of European long-term savings. A call for action from the asset management industry*, Bruxelles.
- European Commission (2009a), *The 2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 member states (2008-2060)*, Luxemburg.
- European Commission (2009b), *Study on Equity Release Schemes in the EU. Part I: General Report*, Institut für Finanzdienstleistungen e.V., Hamburg.
- Gabryelczyk K. i in. (2009), *Wealth management*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Gołąbeska E., Melcer B., Minczewska K. (2011), *Istota nieruchomości jako zabezpieczenia kredytu hipotecznego*, „Finansowanie nieruchomości”, nr 26.
- HUD (2011), <http://portal.hud.gov> (stan na 7.04.2012 r.).
- Iwanicz-Drozdowska M. (2010), *Sektor bankowy a wyzwania społeczno- demograficzne*, [w:] J. Szambelańczyk (red.), *Polski sektor bankowy w perspektywie roku 2030*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Kowalak T. (2011), *Barierzy rozwoju rynków odwróconej hipoteki w Unii Europejskiej*, [w:] K. Jajuga (red.), *Finanse-nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Lipiński M. (2011), *Finanse osobiste. Świadome zarządzanie własnym portfelem*, Wydawnictwo Helion, Gliwice.
- Małecka M. (2009), *Świadomość ubezpieczeniowa a popyt na ubezpieczeniowe produkty emerytalne*, [w:] W. Tarczyński, D. Zarzecki (red.), *Finanse 2009 – Teoria i praktyka: Rynki finansowe i ubezpieczenia*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

- Nyce S., Schieber S. (2011), *Ekonomiczne konsekwencje starzenia się społeczeństw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- OECD (2005), *Ageing and Pension System Reform. Implications for financial markets and economic Policy*. <http://www.oecd.org/dataoecd/1/35/35810991.pdf> (stan na 20.04.2012 r.).
- Stykowski P. (2012), *Zabezpieczenie przed długowiecznością*, <http://blog.parkiet.com> (stan na 20.04.2012 r.).
- Suess O., Bandel C., Crowley K. (2011), *Death Derivatives Emerge From Pension Risks of Living Too Long*. <http://www.bloomberg.com> (stan na 20.04.2012 r.).
- Szumlicz T. (2011), *Cel i finansowanie systemu zabezpieczenia emerytalnego*, [w:] K. Jajuga (red.), *Finanse-nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Śliperski M. (2009), *Ubezpieczenia dobre (też) na starość*. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ubezpieczenia-dobre-tez-na-starosc-1994346.html> (stan na 20.04.2012 r.).
- Śliwiński A. (2009), *Działalność ubezpieczeniowa w świetle zmian czynników społeczno – demograficznych*, [w:] W. Tarczyński, D. Zarzecki (red.), *Finanse 2009-Teoria i praktyka: Rynki finansowe i ubezpieczenia*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Towers Watson (2012), *2012 Global Pension Asset Study*. <http://www.towerswatson.com> (stan na 15.04.2012 r.).
- United Nations (2011), *World Population Prospects The 2010 Revision, Volume 1: Comprehensive Tables*, New York. <http://esa.un.org> (stan na 15.04.2012 r.).
- Wierzchowska K. (2009), *Ryzyko długowieczności w ubezpieczeniach na życie*, [w:] W. Tarczyński, D. Zarzecki (red.), *Finanse 2009 – Teoria i praktyka: Rynki finansowe i ubezpieczenia*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Wogórka-Hyczko A. (2009), *Death bonds – obligacje śmierci*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Wróbel Ł. (2011), *Rynek kapitałowy a ryzyko długowieczności*. <http://www.finance.egospodarka.pl/61908,Rynek-kapitalowy-a-ryzyko-dlugowiecznosc,1,48,1.html> (stan na 15.04.2012 r.).

CZĘŚĆ II

CZYNNIKI WZROSTU GOSPODARCZEGO W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

Joanna Krawczyk

EKONOMIA A PAŃSTWO – WPŁYW WOLNOŚCI EKONOMICZNEJ NA WZROST GOSPODARCZY

Słowa kluczowe: *wolność gospodarcza, wzrost gospodarczy, Human Development Index, Index of Economic Freedom, modele panelowe*

Abstrakt: Wolność gospodarcza bardzo często przyjmowana jest w literaturze jako istotna, a nawet niezbędna determinanta wzrostu gospodarczego. W niniejszym opracowaniu podjęto próbę weryfikacji hipotezy mówiącej o tym, że wolność gospodarcza, rozumiana jako sprawnie działające instytucje zbudowane na poszanowaniu własności prywatnej, jest podstawą rozwoju gospodarczego i tworzenia dobrobytu. Weryfikacja dokonana została w oparciu o krytyczną analizę literatury oraz analizę empiryczną, w której poprzez wykorzystanie modeli danych panelowych, badano zależności między komponentami Wskaźnika Wolności Gospodarczej (Index of Economic Freedom – IEF) publikowanym przez Heritage Foundation i The Wall Street Journal a Wskaźnikiem Rozwoju Społecznego (Human Development Index – HDI). Badania obejmowały lata 2005-2011 i grupę 30 wybranych krajów świata z podziałem ze względu na położenie geograficzne o szczególnie wysokim wzroście Wskaźnika Wolności Gospodarczej w tym okresie. Przeprowadzone w niniejszej pracy badania wskazują, że w ostatnich latach nie da się jednoznacznie potwierdzić postawionej hipotezy. W Europie, Afryce Północnej i na Bliskim Wschodzie wzrost wolności nie przyczynił się do wzrostu gospodarczego. Jej weryfikacja mogła nastąpić jednak dzięki wynikom uzyskanym dla krajów Ameryki Południowej i Azji. Daje to pole do zainteresowania się uwarunkowaniami danego poziomu wolności i oczekiwań, jakie mają w stosunku do niej dane społeczeństwa.

ECONOMY AND STATE – IMPACT OF THE ECONOMIC FREEDOM ON THE ECONOMIC GROWTH

Keywords: *economic growth, economic freedom, Human Development Index, Index of Economic Freedom, panel data models*

Abstract: Economic freedom is often treated in the literature as an important or even essential determinant of the economic growth. In this paper the following hypothesis is verified: the economic freedom understood as a well-functioning institutions built on the respect for private property, is the basis for economic development and wealth creation. Verification will be based on the critical analysis of the literature and also on the empirical analysis in which panel data models are used to examine the relationship between the components of the Index of Economic Freedom (published by the Heritage Foundation and "The Wall Street Journal") and the Human Development Index. The research covers a period of 2005-2011 and a group of 30 countries selected from different geographical locations, chosen due to the significant increase in the level of economic liberty in analyzed period of particularly high increase in the liberties in this period. My research shows that this hypothesis couldn't be confirm clearly in recent years. In Europe, North Africa and the Middle East increased freedom did not contribute the economic growth. Positive test results have been verified for the countries of South America and Asia. That conclusion could be a good reason to finding the determinants of the level of freedom and society expectations of it.

WPROWADZENIE

W czasach, w których tak szeroko dyskutuje się nad problemem gospodarek i najefektywniejszym stopniem zaangażowania państw w ich zwalczanie, znaczące jest również dostrzeżenie wartości wolności ekonomicznej. W niniejszej pracy dokonano próby weryfikacji tezy, mówiącej o tym, że wzrost wolności gospodarczej przyczynia się do wzrostu gospodarczego danego państwa.

W pierwszej części opracowania dokonano analizy prac cytowanych autorów. Ze względu na główne cele i ograniczoną objętość pracy pomija się istotne dla zrozumienia całości problemu wywody przedstawiane na gruncie filozofii wolności. Druga część artykułu poświęcona jest próbie zdefiniowania wolności przez autorów wskaźnika IEF. Podano również metodologię, wykorzystaną przy jego badaniu. Następnie omówiono po krótko Wskaźnik Rozwoju Społecznego. Kolejnym etapem pracy było przedstawienie modelu danych panelowych mierzącego korelacje między pozio-

mem wolności gospodarczej reprezentowanej przez Index of Economic Freedom (IEF) i rozwojem społecznym mierzonym przez Human Development Index (HDI). Badania obejmowały lata 2005-2011 i grupę 30 wybranych krajów świata z podziałem ze względu na położenie geograficzne o szczególnie wysokim wzroście Wskaźnika Wolności Gospodarczej w tym okresie. Pracę podsumowują wnioski i kierunki działania przy dalszych badaniach.

BADANIA NAD WOLNOŚCIĄ GOSPODARCZĄ

Obecnie prowadzi się wiele badań, próbując wskazać bezpośrednią zależność między postępowaniem a wolnością gospodarczą. Istotną ich część wskazuje, że wolność ekonomiczna stymuluje wzrost gospodarczy. Wyróżnić można pracę Dawsona (1998), w której wykazano, że wolnorynkowe instytucje mają pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy zarówno poprzez efekt bezpośredni i pośredni. Inne ciekawe wnioski znajdziemy również w pracach takich autorów jak: Baumol (2002), F. Carlsson, S. Lundström (2002), N. Berggren (2003), Dawson (2003), Heckelman (2000) i Justesen (2008), Dutz i Hayri (2000).

Nie można mówić o pojęciu wolności gospodarczej bez omówienia kwestii własności. Dowody empiryczne wspierające ideę, że utrzymanie praw własności przyspiesza ekonomiczny rozwój społeczeństwa przedstawiali między innymi Barro (1997) i de Soto (2002)¹. Istotny wpływ przestrzegania praw własności intelektualnej na wzrost czynników produkcji stwierdzają z kolei Park i Ginarte (1997).

Mierzona przez Cumminga (2000, s. 31) korelacja między HDI i IEF dała również pozytywne wyniki. Warto wskazać jednak na występowanie kilku wyjątków. Po pierwsze, rozbieżności między wskaźnikami występują w grupie uprzemysłowionych państw Europy o charakterze państw opiekuńczych. Drugą grupę stanowiły niektóre z gospodarek byłego związku sowieckiego przechodzące transformację. W tym przypadku wskaźnik dobrobytu był wyższy od wskaźnika wolności, gdyż w państwach tych struktury gospodarcze posiadały wiele cech sprzed 1990 r. Ostatnim blokiem państw były kraje rozwijające się (głównie Afryki), gdzie standard życia jest niski, ale gospodarki są stosunkowo liberalne.

Wzrost wolności ma nie tylko wpływ na wzrost gospodarczy w postaci zwiększenia dochodów, ale również pozytywnie wpływa na jakość życia

¹ Patrz także: Norton (1998, s. 233-245), Milhaupt (1998, s. 1145-1194) oraz Torstensson (1994, s. 231-247).

społeczeństwa – wydłuża długość życia, obniża analfabetyzm, poprawia poziom zdrowia, edukacji i ochrony przed chorobami (Esposto, Zaleski, 1999, s. 185-197; Stroup, 2007, s. 52-66).

Nie wszystkie prowadzone na ten temat badania dają jednoznaczne wnioski. Wskazać można chociażby na pracę de Haana i Sturma (2000, s. 215-241), w której po porównaniu różnych wskaźników instytucjonalnych autorzy zgadzają się, iż system wolności szybciej przenosi kraje do stanu stałego wzrostu gospodarczego, ale przeczą, że zwiększa on tempo tego wzrostu. W swoim artykule Berggren (1999, s. 203-223) wystosowuje wniosek, że trwałe stopniowe wzrosty ekonomicznej wolności ma pozytywny wpływ na gospodarkę, jednakowoż bezwzględny poziom tej wolności wydaje się być ujemnie skorelowany w wielu przypadkach. Idąc dalej de Haan i Siermann (1998, s. 363-380) oferują nawet bardziej sceptyczny widok. Zgodnie z tymi autorami, pozytywny wpływ wolności gospodarczej na wzrost ekonomiczny nie jest znaczący, jednak zależy od użytego wskaźnika wolności gospodarczej. W odniesieniu do istotności wpływu praw własności na wzrost gospodarczy Przeworski i Limongi (1993, s. 51-70) odpowiadają, iż jest on zarówno pozytywny, jak i negatywny.

WOLNOŚĆ GOSPODARCZA – DEFINICJA I POMIAR

Pomimo tak obszernych badań nad wolnością gospodarczą, brak jest w literaturze jednoznacznej definicji tego pojęcia. Jakiegokolwiek znaczenia nabiera ona dopiero w obrębie społeczeństwa. „Społeczeństwo w systemie gospodarki wolnorynkowej, w warunkach *economia libre*, oznacza taki stan, w którym każdy służy swoim współobywatelom, a oni w zamian służą jemu”. Harmonię dobrze pojętych interesów wszystkich grup i wszystkich jednostek zapewnia zasada, wedle której ta służba innym odbywa się również poprzez służenie samemu sobie (von Mises, 2006, s. 35).

Można przyjmować różne definicje pojęcia wolności, jednak niebezpieczne jest jej mylenie z określeniem fizycznej „możliwości robienia co chce” (von Hayek, 2006, s. 29). Aby poziom wolności był najwyższy dla największej ilości podmiotów muszą istnieć mechanizmy, które nie dopuszczają do nieuzasadnionego przejmowania wolności przez jednych kosztem innych.

Jak wskazują autorzy wskaźnika IEF wyczerpująca definicja wolności gospodarczej powinna obejmować wszystkie wolności i prawa dotyczące produkcji, dystrybucji i konsumpcji towarów i usług. Najwyższa jej forma powinna zapewnić pełne prawo własności, w pełni zrealizowaną swobodę

przepływu siły roboczej, kapitału i towarów, jak również absolutny brak przymusu w zakresie niezbędnym dla obywateli na rzecz ochrony i zachowania wolności jako takiej. W opracowanym indeksie prezentowane są trzy podstawowe zasady wolności ekonomicznej: materialna autonomia jednostki w relacji do państwa i innych zorganizowanych grup, brak dyskryminacji i otwarta konkurencja (Heritage Foundation, 2012, s. 13).

Analiza zakresu wolności gospodarczej odbywa się dwutorowo. Z jednej strony ocenia się, jak państwo wywiązuje się z obowiązku ochrony wolności gospodarczej, z drugiej strony, na ile państwo samo tę wolność ogranicza (Opala, Rzońca, 2008, s. 10-11). IEF szeroko i kompleksowo mierzy wydajność kraju w 10 oddzielnych obszarach wolności.

Poszczególne komponenty wskaźnika można pogrupować w formie czterech filarów wolności. Pierwszy z nich stanowią rządy prawa, w tym prawo własności, definiowane poprzez zdolności jednostki do gromadzenia własności prywatnej, zabezpieczonej przez jasne przepisy, które są w pełni egzekwowane przez państwo (istotnym aspektem jest tu niezawisłość sądownictwa² oraz zdolność osób fizycznych i przedsiębiorstw do egzekwowania umów). Drugim komponentem z tej grupy jest aktywność czarnego rynku i wolność od korupcji, która podkopuje wolność gospodarczą, wprowadzając brak bezpieczeństwa i niepewność w regulacjach gospodarczych³. Drugą grupę sub-indeksów – ingerencję rządu – stanowią: wydatki rządowe mierzone jako procent PKB oraz obciążenia podatkowe (jako średnia arytmetyczna górnej stawki podatku od dochodów indywidualnych, górnej stawki podatku od dochodów osób prawnych i sumy dochodów z podatków jako procent PKB). Na efektywność regulacji wpływają: wolność na rynku pracy, polityka monetarna oraz regulacje prawne. Komponent wolności pracy jest ilościową miarą, która uwzględnia różne aspekty prawne i regulacyjne: trudność zwalniania zbędnych pracowników, przeszkody w zatrudnianiu dodatkowych, sztywność godzin pracy, minimalne wynagrodzenie, nakazany prawem okres wypowiedzenia i obowiązkowa odprawa. W ramach komponentu polityki monetarnej mierzy się przede wszystkim średnią ważoną stopę inflacji dla ostatnich trzech lat i poziom

² Niezależność, przejrzystość i efektywność systemu sądowego okazały się kluczowymi wyznacznikami perspektywy długoterminowego wzrostu gospodarczego. Taki system jest również niezbędny do utrzymania pokoju i bezpieczeństwa oraz ochrony praw człowieka.

³ Interesujące rozważania na temat korupcji i jej wpływu na dobrobyt społeczny prowadzili np. Vega-Gordillo i Álvarez-Arce (2002), Graeff i Mehlkop (2003). Jako uzupełniający można traktować wykład Any Eiras (2006, s.159-168).

kontroli cen. Regulacje prawne dotyczą z kolei wolność działalności i są ilościową miarą zdolności do rozpoczęcia, działania i zamknięcia firmy⁴.

Ostatnia grupa wskaźników określa zakres otwartości rynku na handel międzynarodowy. Do wskaźników tych zalicza się: poziom barier taryfowych i pozataryfowych wpływających na przywóz i wywóz towarów i usług; przepływ kapitału i inwestycje zagraniczne (ograniczanych przez odpowiednie regulacje, a także niedostosowane regulaminy pracy, korupcję, biurokrację, słabą infrastrukturę i polityczne warunki bezpieczeństwa); bankowość i finanse. Ten ostatni komponent mierzy efektywność, niezależność od rządowej kontroli i ingerencji w sektorze finansowym, poziom własności państwowej banków i innych instytucji finansowych, wpływ rządu w sprawie przyznania kredytu oraz otwartość na zagraniczną konkurencję. Każdy z sub-indeksów w ramach tych czterech szerokich kategorii jest indywidualnie oceniany w skali od 0 do 100. Ogólny wynik dla danego kraju jest średnią arytmetyczną z tych wyników (Heritage Foundation, 2012, s. 455-466).

WZROST GOSPODARCZY Z PUNKTU WIDZENIA HUMAN DEVELOPMENT INDEX (HDI)

Rozwój społeczny określa się jako ekspansję swobód i możliwości prowadzenia przez ludzi takiego życia, jakie cenią i mają powody by cenić. To poszerzanie możliwości wyboru. Swobody i możliwości to szersze pojęcia niż podstawowe potrzeby. Dla „dobrego życia” potrzeba wielu elementów, które mogą być same w sobie wartościowe, a także cenne instrumentalnie – możemy cenić np. bioróżnorodność lub naturalne piękno niezależnie od jego wkładu w standard naszego życia (UNDP, 2011, s. 14).

HDI jest miarą rozwoju człowieka w trzech podstawowych wymiarach: długiego i zdrowego życia, dostępu do wiedzy oraz dostatniego standardu życia (w formie dochodu). Element wykształcenia wg HDI jest obecnie mierzony za pomocą średniej geometrycznej wartości z dwóch sub-indeksów: średniej liczby lat edukacji otrzymanej przez mieszkańców w wieku 25 lat oraz oczekiwanej liczby lat edukacji dla dzieci rozpoczynających proces kształcenia. Co roku określa się minimum i maksimum dla

⁴ W tym aspekcie występują bardzo duże różnicowania między krajami. W Hongkongu na przykład, uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności wymaga wypełnienia jednego formularza, a proces może zakończyć się w ciągu kilku godzin. Absurdalne wydaje się porównanie ich do 111 procedur i 4112 dni potrzebnych do zawarcia umowy kupna ziemi na Haiti, czy obejmującego 168 procedur zajmujących 13 do 25 lat procesu legalizacji nieformalnej własności miejskiej na Filipinach (de Soto, 2002, s.42-43; s.48-49).

każdego wymiaru tzw. *goalposts*, a następnie pokazuje się, jaki poziom jest osiągnięty w danym kraju – wyrażony jako wartość pomiędzy 0 i 1. Dokładna wysokość sub-indeksu liczona jest jako iloraz różnicy wartości aktualnej i minimalnej przez różnicę wartości maksymalnej i minimalnej (UNDP, 2011, s. 127).

Tabela 1. Wartości maksymalne i minimalne dla poszczególnych sub-indeksów wskaźnika HDI dla badań z roku 2011

Sub-indeks	Zaobserwowane maksimum (w okresie 1980-2010)	Minimum
Oczekiwana długość życia	83,4	20,0
Otrzymane lata edukacji	13,1	0,0
Oczekiwane lata edukacji	18	0
Edukacja ogółem	0,978	0,0
Dochód narodowy na osobę (PPP w USD)	107721	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie Heritage Foundation (2012).

MODEL DANYCH PANELOWYCH

W tej części pracy przeprowadzone zostanie badanie korelacji między Index of Economic Freedom i Human Development Index w latach 2005-2011. Taki wybór uzasadniony jest dostępnością danych. W większości dotychczasowych badań, przytoczonych w pierwszej części artykułu autorzy nie mieli dostępu do rocznych raportów przedstawiających omawiane wskaźniki. Ze względu na to, że w badaniu mierzy się dynamiczny wpływ zmian między wskaźnikami, spośród wszystkich dostępnych krajów, wybrano te, które miały najwyższy przyrost wolności gospodarczej w badanych okresie. Jest to również uzasadnione ze względu na to, że wpływ wolności może nie być od razu zauważalny. Istotny jest również okres dopasowania do zmian legislacyjnych, które ten wzrost wywołują. W pracy znalazły się więc te kraje, które między 2005 a 2011 rokiem zanotowały co najmniej 5% wzrost IEF. Aby umożliwić szczegółową analizę wyników, kraje zostały podzielone na grupy pod względem położenia geograficznego. Ostatecznie poddano badaniu 25 krajów w okresie 7 lat⁵.

⁵ Wykaz grupy badanych krajów: Europa (Polska, Rumunia, Albania, Chorwacja, Gruzja); Ameryka Południowa (Dominikana, Paragwaj, Peru, Urugwaj, Kolumbia); Azja (Kazachstan, Malezja, Laos, Indonezja, Indie); Bliski Wschód (Jordania, Liban, Libia, Maroko, Oman, Egipt, Katar, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Jemen, Turcja).

Tak mała liczba obserwacji może powodować nieściśności w estymowanym modelu. Wyniki te zawsze należy interpretować z ostrożnością, pamiętając o uwadze poczynionej przez de Hanna i Struma (2000, s. 240): „możliwy jest jeden zarzut wobec naszej analizy, że dobór próby krajów i szeregu czasowego, mimo iż zależy od dostępności danych, mógł wpłynąć na nasze wyniki”.

Dane zostały poddane zlogarytmizowaniu, a występowanie trendu determinowało oczyszczenie ich za pomocą filtra Hodricka-Prescota (wybór został dokonany po uprzedniej analizie danych). Do badania korelacji między IEF i HDI wykorzystano model zbilansowanych danych panelowych, gdyż analizowane dane posiadały jednocześnie cechy danych przekrojowych i szeregów czasowych. Biorąc pod uwagę wysoki poziom istotności ($p\text{-value}=1$) w teście na zróżnicowanie wyrazu wolnego uzasadnione było zastosowanie modelu *fixed-effect*. Równanie ogólne dla tego modelu to:

$$\Delta \ln \text{HDI}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln \text{IEF}_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Tabela 2. Wyniki badań korelacji między IEF i HDI w latach 2005-2011 dla poszczególnych grup krajów

Wyszczególnienie	Europa	Azja	Bliski Wschód	Ameryka Południowa
Wartość parametrów:				
α_0	0,000	0,000	0,000	0,000
Błąd standardowy (<i>p-value</i>)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,001)	0,000 (0,000)
α_1	-0,039	0,085	-0,012	0,035
Błąd standardowy (<i>p-value</i>)	0,014 (0,010)	0,0212 (0,000)	0,024 (0,061)	0,017 (0,041)
Współczynnik determinacji	0,036	0,137	0,004	0,044
Logarytm wiarygodności	170,476	161,684	163,794	277,258
Kryteria informacyjne:				
Schwarz	-319,621	-302,035	-306,257	-507,782
Akaike	-328,953	-311,367	-315,589	-532,515
Hannan-Quinn	-325,732	-308,146	-312,367	-522,691
Testy diagnostyczne:				
Durbin-Watson	2,367	1,672	1,800	1,715
Test for differing group intercepts	1	1	1	1

Źródło: obliczenia własne.

Wyniki badań zawarte w tabeli 2. pokazują, że wpływ wolności jest zróżnicowany w zależności od grupy badanych krajów. W krajach europejskich wzrost wolności powoduje niemal 4% spadek tempa wzrostu gospodarczego. Jest to ważny wniosek, który wskazuje na zmianę zależności między badanymi wielkościami w ostatnich latach, w porównaniu z badaniami prowadzonymi do 2005 r. W trakcie analizy tych danych należałoby jednak uwzględnić fakt, iż większa część badanego okresu to czas kryzysu, który może mieć nadrzędne znaczenie w zaobserwowanych zmianach. Ujemny wpływ wolności gospodarczej na wzrost zanotowały również kraje Północnej Afryki i Bliskiego Wschodu. W tym wydarzenia polityczne w tych regionach i ograniczanie praw wolności politycznej mogło mieć wpływ na ograniczenie tempa wzrostu gospodarczego. Dodatni wpływ na tempo wzrostu ekonomicznego ma wzrost wolności w krajach azjatyckich (jest on ponad 8,5%) i Ameryki Południowej (wzrost wskaźnika wolności o 1% powoduje wzrost HDI o 3,5%).

UWARUNKOWANIA UMOŻLIWIAJĄCE WZROST WOLNOŚCI

Wyniki badań dotyczących wpływu wolności gospodarczej na rozwój społeczny i wzrost gospodarczy bywają nierozstrzygające. Należy się jednak zastanowić, czy takich rezultatów nie otrzymano na skutek zbyt małej liczby obserwacji szeregu czasowego. Duży wpływ na taki stan rzeczy mogą mieć użyte w obliczeniach wskaźniki, które nie zawsze odzwierciedlają rzeczywistość, biorąc pod uwagę jedynie część determinant tak w jednym, jak i w drugim wskaźniku. Z drugiej strony należy zbadać, jak kształtuje się świadomość społeczeństwa. Czy występowanie historycznych uwarunkowań dla tezy o dodatnim wpływie wolności na jakość życia ludności, przekłada się na świadome dążenie do wzrostu tej wolności.

Akumulacja kapitału i zbudowanie otwartych gospodarek pozwoliły na rozwój eksperymentów państwa opiekuńczego, ale za cenę głębokich zmian społecznych (Bylund, 2010) i kosztownej biurokracji. Rozwój w krajach „rządów maksimum” jest specyficzny: biedni często całe życie pozostają biedni, bogaci pozostają bogaci, bezrobotni nie mają motywacji do podjęcia zatrudnienia, a nowe miejsca pracy powstają głównie w sektorze publicznym. Takie społeczeństwa składają się z grup interesów, które obierają roszczeniowe stanowiska, a aspekty polityczne dodatkowo obciążają dążenia do wolności gospodarczej (Chrupczalski, 2011).

Jeżeli mamy zwiększać swobody społeczne dla obecnych i przyszłych pokoleń, musimy mieć na uwadze jeszcze inny aspekt – znaczący postęp

w rozwoju społecznym na przestrzeni ostatnich dekad, udokumentowany przez globalne raporty o rozwoju społecznym, nie będzie w dalszym ciągu możliwy bez odważnych globalnych kroków mających na celu zmniejszenie zarówno zagrożeń dla środowiska, jak i nierówności społecznych. Poprawa sytuacji może nastąpić również dzięki ciągłym procesom demokratycznym, częściowo również w wyniku wsparcia dla aktywnego społeczeństwa obywatelskiego oraz mediów. Udane rozwiązania przewidują: zarządzanie społecznościami, instytucje angażujące różne grupy społeczne, skierowanie uwagi na grupy zagrożone wykluczeniem społecznym oraz przekrojowe podejście koordynujące budżety i mechanizmy wśród agencji rządowych i partnerów rozwoju. Konstytucyjne uznanie równego prawa do zdrowego środowiska promuje sprawiedliwość i wolność, nie ograniczając dostępu do niego tylko dla tych, którzy mogą sobie na to pozwolić (UNDP, 2011, s. 67).

Jeżeli przyjrzymy się problemom poruszonym przez autorów raportów dotyczących rozwoju społecznego⁶ przekonamy się, że wiele z nich jest pośrednio lub bezpośrednio związanych z kwestią zapewnianej wolności (gospodarczej oraz szeroko rozumianej) i efektywności rządów. W „Światowym Raporcie Szczęścia” podkreśla się również, że najszczęśliwsze społeczeństwo to takie, w którym ludzie mają wysoki poziom zaufania do siebie nawzajem oraz do wszelkich instytucji (w tym rządu). Może być to zapewnione dzięki funkcjonowaniu jasnego prawa, poszanowaniu prawa własności, czy niezawisłego sądownictwa. Podkreśla się również istotność wyznaczenia właściwych granic dla ingerencji państwa w życie ludności. W szczęśliwym społeczeństwie, ludzie chcą mieć możliwość wyznaczania własnych ścieżek życia i poczucia wolności. Realizowanie celu, jakim jest szczęście, nie może więc prowadzić do stworzenia „niewolniczego społeczeństwa”. Ponadto, korupcja w rządzie jest główną przyczyną nieszczęścia w wielu krajach, a przestrzeganie założeń o dobrych rządach jest wymieniane, jako jeden z czterech filarów zrównoważonego rozwoju (Helliwell, Richardand, Sachs, 2011, s. 12).

Zróżnicowanie w poziomie wolności, jak i determinacji społeczeństw w dążeniu do jej podnoszenia może być podstawą do zbadania przyczyn takich różnic. W literaturze znajdują się m.in. odwołania do wpływu religii (Iwanik, 2011; Machaj, 2011), czy kultury (Johnson, Lenartowicz, 1998).

⁶ Na przykład: „Globalizacja z ludzką twarzą” (UNDP, 1999); „Prawa człowieka a rozwój społeczny” (UNDP, 2000); „Wprowadzanie nowych technologii na rzecz rozwoju społecznego” (UNDP, 2001); „Ugruntowanie demokracji w podzielonym świecie” (UNDP, 2002); „Wolność kulturowa w dzisiejszym zróżnicowanym świecie” (UNDP, 2004); „Międzynarodowa współpraca na rozdrożu: pomoc, handel i bezpieczeństwo w świecie pełnym nierówności” (UNDP, 2005); „Przekraczając bariery: mobilność a rozwój” (UNDP, 2009).

Istotny wydaje się być również wpływ historycznych uwarunkowań, poziom wolności politycznej, czy obecna sytuacja gospodarcza.

Najistotniejsze jest jednak uświadomienie sobie tego, że sam fakt wzrostu gospodarczego nie jest wystarczający – najważniejsze by jak najwięcej społeczeństw mogło z niego korzystać i to właśnie wzrost wolności umożliwił najpełniejszy do niego dostęp. Ograniczenie jej mimo, że w krótkim okresie niewidoczne są tego skutki, prowadzić może do zaburzeń w rozwoju społeczeństw, degradacji podstawowych wartości, spadku samodzielności i poczucia odpowiedzialności wśród ludzi, a co istotne przyczynić się może również do obniżenia poziomu ich szczęścia.

ZAKOŃCZENIE

W pracy poddano weryfikacji tezę, mówiącą o tym, że wzrost wolności gospodarczej prowadzi do wyższego tempa wzrostu ekonomicznego. Istotną część literatury wskazuje na dodatnią korelację tych wielkości. Warto mieć jednak na uwadze prace, w których kwestia ta nie jest tak rozstrzygająca i zastanowić się nad przyczynami takiego stanu rzeczy. Przeprowadzona analiza wskazała, że w ostatnich latach nastąpiło duże zróżnicowanie między wybranymi rejonami świata. W Europie, Afryce Północnej i na Bliskim Wschodzie wzrost wolności nie przyczynił się do wzrostu gospodarczego. Uprawdopodobnienie hipotezy dały wyniki dla krajów Ameryki Południowej i Azji. Rodzi to zainteresowanie czynnikami warunkującymi dany poziom wolności i oczekiwań, jakie mają w stosunku do niej dane społeczeństwa. Do czynników tych można zaliczyć: przynależność religijną, kulturową, uwarunkowania historyczne czy bieżącą sytuację gospodarczą i polityczną. Ogólnie zauważyć można jednak, że rozwój państwa opiekuńczego doprowadził do głębokich zmian społecznych, polegających na spadku odpowiedzialności za własne życie i stosowaniu postaw roszczeniowych. Zmiany w poziomie wolności gospodarczej często bywają również skutkiem politycznych zagrywek i legislacyjnych rządowych eksperymentów, jako próby zmian działania nieefektywnych systemów. Dalsze badania byłyby próbą określenia czynników, które determinują dany poziom i dynamikę wskaźnika Index of Economic Freedom w zależności od położenia geograficznego państwa.

LITERATURA

- Barro R.J. (1997), *Determinants of Economic Growth. A Cross-Country Empirical Study*, <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/5698.html> (stan na 08.05.2012 r.).
- Baumol W. J. (2002), *The Free-Market Innovation Machine: Analyzing the Growth Miracle of Capitalism*, Princeton University Press.
- Berggren N. (1999), *Economic Freedom and Equality: Friends or Foes? "Public Choice"*, Vol. 100.
- Berggren N. (2003), *The Benefits of Economic Freedom. A Survey*, „The Independent Review”, Vol.2.
- Bylund P. (2010), *Jak państwo opiekuńcze zdeprawowało Szwecję*, <http://mises.pl/blog/2010/07/28/bylund-jak-panstwo-opiekuncze-zdeprawowalo-szwecje/> (stan na 08.05.2012 r.).
- Carlsson F., Lundström S. (2002), *Economic freedom and growth: Decomposing the effects*, „Public Choice”, Vol. 112.
- Chrupczalski S. (2011), *Fakty i mity o wolności gospodarczej*, <http://mises.pl/blog/2011/02/03/chrupczalski-fakty-i-mity-o-wolnosci-gospodarczej/> (stan na 08.05.2012 r.).
- Cumming J.T. (2000), *Economic Freedom Indices: Their Use as Tool for Monitoring and Evaluation*, „SCS Working Paper”, No. 00/01.
- Dawson J.W. (1998), *Institutions, Investment and Growth: New Cross-Country and Panel Data Evidence*, „Economic Inquiry”, No. 36.
- Dawson J.W. (2003), *Causality in the freedom-growth relationship*, „European Journal of Political Economy”, Vol. 19.
- de Haan J., Siermann C.L.J. (1998), *Further Evidence on the Relationship Between Economic Freedom and Economic Growth*, „Public Choice”, No. 95.
- de Haan J., Sturn J. (2000), *On the relationship between economic freedom and economic growth*, „European Journal of Political Economy”, No.16.
- de Soto H. (2002), *Tajemnica Kapitału*, Fijor Publishing, Warszawa.
- Dutz M.A., Hayri A. (2000), *Does more intense competition lead to higher growth?*, „World Bank Policy Research Working Paper”, No. 2320.
- Eiras A. (2006), *Etyka, korupcja i wolność gospodarcza*, [w:] J.T. Bennett, A.A. Chafuen, A. Eiras i in., *Etyka a rozwój gospodarczy*, Arwil, Warszawa.
- Esposito A., Zaleski P. (1999), *Economic Freedom and the Quality of Life*, „Constitutional Political Economy”, Vol. 10.
- Graeff P., Mehlkop G. (2003), *The Impact of Economic Freedom on Corruption: Different Patterns for Rich and Poor Countries*, „European Journal of Political Economy”, No. 19.
- Heckelman J.C. (2000), *Economic Freedom and Economic Growth: A Short-Run Causal Investigation*, „Journal of Applied Economics”, Vol.1/2000.
- Helliwell J., Layard R., Sachs J., (2011), *World Happiness Report 2011*, The Earth Columbia University, Columbia.
- Heritage Foundation (2012), *Index of Economic Freedom 2012*, New York.
- Iwanik J. (2011), *Czy nauczanie kościoła katolickiego i wolny rynek są ze sobą zgodne*, <http://mises.pl/> (stan na 08.05.2012 r.).

- Johnson J.P., Lenartowicz T. (1998), *Culture, Freedom and Economic Growth: Do Cultural Values Explain Economic Growth?*, „Journal of World Business”, No. 33.
- Justesen M.K. (2008), *The effect of economic freedom on growth revisited: New evidence on causality from a panel of countries 1970–1999*, „European Journal of Political Economy”, Vol. 24.
- Machaj M. (2011), *Kościół katolicki a wolny rynek*, <http://mises.pl/blog/2011/11/22/machaj-kosciol-katolicki-a-wolny-rynek/> (stan na 08.05.2012 r.).
- Milhaupt C. (1998), *Property Rights in Firms*, „Virginia Law Review” No. 84.
- Norton S.W. (1998), *Poverty, Property Rihts, and Human Well-being: A Cross-national Study*, „Cato Journal”, No. 18.
- Opala P., Rzońca A. (2008), *Ile wolności gospodarczej*, http://www.for.org.pl/upload/File/zeszyty/Zeszyt_Ile_wolnosci_gospodarczej_Opala.pdf, (stan na 08.05.2012 r.).
- Park W.G., Ginarte J.C (1997), *Intellectual Property Rights and Economic Growth*, „Contemporary Economic Policy”, No.15.
- Przeworski A., Limongi, F. (1993), *Political regimes and economic growth*, „The Journal of Economic Perspectives”, No.7.
- Sadequill I. (1996) *Economic Freedom, per Capita Income and Economic Growth*, „Applied Economics Letters”, No. 3.
- Stroup D.M. (2007), *Economic Freedom, Democracy, and the Quality of Life*, „World Development”, Vol. 35.
- Torstensson J. (1994), *Property Rights and Economic Growth: An Empirical Study*, „Kyklos”, No. 47.
- UNDP (1999), *Human Development Report 1999*, New York.
- UNDP (2000), *Human Development Report 2000*, New York.
- UNDP (2001), *Human Development Report 2001*, New York.
- UNDP (2002), *Human Development Report 2002*, New York.
- UNDP (2004), *Human Development Report 2004*, New York.
- UNDP (2005), *Human Development Report 2005*, New York.
- UNDP (2009), *Human Development Report 2009*, New York.
- UNDP (2011), *Human Development Report 2011*, New York.
- Vega-Gordillo M., Alvarex-Arce J.L (2002), *The Chicken and the Egg: Economic Growth and Freedom*, „Circulo de Empresarios”.
- von Hayek F.A. (2006), *Konstytucja Wolności*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- von Mises L. (2006), *Ekonomia i polityka: wykład elementarny*, Fijor Publishing, Warszawa.

Katarzyna Brzoska, Aleksandra Lewandowska

WZROST GOSPODARCZY W ŚWIETLE KONCEPCJI ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Słowa kluczowe: *zrównoważony rozwój, wzrost gospodarczy*

Abstrakt: Celem pracy jest przybliżenie zagadnienia wzrostu gospodarczego państw na tle koncepcji zrównoważonego rozwoju. Praca poruszała będzie m.in. następujące kwestie: czy zrównoważony rozwój przyczynia się do zahamowania wzrostu gospodarczego państwa, czy może to właśnie wzrost gospodarczy jest niezbędnym czynnikiem skutecznego wdrażania zrównoważonego rozwoju?

Praca obejmuje analizę zgromadzonych materiałów dotyczących powyższej tematyki. W części teoretycznej opisany został mechanizm powstawania i źródła wzrostu gospodarczego, geneza oraz kształtowanie się zrównoważonego rozwoju. W części empirycznej natomiast przedstawiona została analiza niektórych wskaźników zrównoważonego rozwoju, ze szczególnym uwzględnieniem czynników ekonomiczno-gospodarczych.

Z literatury przedmiotu wynika, iż kraje charakteryzujące się w ostatnich latach wzrostem gospodarczym, nie odnotowują wysokiego poziomu indeksu zrównoważenia środowiska. Zatem zdecydowanie większy nacisk kładą na rozwój gospodarczy, kosztem środowiska naturalnego. Taka sytuacja ma również miejsce w krajach rozwijających się, natomiast w krajach wysoko rozwiniętych, gdzie świadomość ekologiczna jest na wyższym poziomie, zauważyć można współistnienie wzrostu gospodarczego wraz ze wdrażaniem idei zrównoważonego rozwoju.

ECONOMIC GROWTH IN THE LIGHT OF THE CONCEPT OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT

Keywords: *sustainable development, economic growth*

Abstract: The article presents the issues of economic growth of countries on the background of sustainable development concept. This paper discusses, among others, the following questions: whether sustainable development does not contribute to the country's economic growth, or perhaps economic growth is essential for the effective implementation of sustainable development?

Authors analyze collected materials related to this topic. The article includes part, in which are discussed the issues explaining mechanism and source of economic growth, origin and evolution of sustainable development, as well as the empirical part, which presents the analysis of some indicators of sustainable development, with particular emphasis on economic factors.

Analyzed literature shows that countries characterized by high economic growth in recent years do not have high value of the index of environmental sustainability index, and they put greater emphasis on economic development at the expense of the natural environment. This situation also occurs in developing countries, while in developed countries, where ecological awareness is at a higher level, we can see the coexistence of economic growth, together with the implementation of sustainable development.

WPROWADZENIE

Od lat 50. XX w. nastąpił ogromny wzrost gospodarczy – światowa produkcja dóbr i usług znacznie się zwiększyła, liczba ludności na świecie podwoiła się, a produkcja żywności pokaźnie wzrosła. Niemniej jednak, coraz częściej zaczęły pojawiać się sygnały związane z globalnymi problemami współczesnego świata, takimi jak: wyczerpalność surowców naturalnych, czy też degradacja środowiska naturalnego w wyniku działalności antropogenicznej.

Aby sprostać narastającym problemom środowiska naturalnego, które stały się wynikiem gwałtownego rozwoju gospodarczego została sformułowana koncepcja zrównoważonego rozwoju.

Wyżej wymieniona koncepcja stanowi założenie stałego oraz trwałego postępu gospodarczego i społecznego, który musi być zharmonizowany ze środowiskiem naturalnym. Zrównoważony rozwój staje się nie tylko ideą, do której próbujemy dążyć w swoim życiu, lecz swoistym zbiorem zasad oraz wytycznych, jakie muszą spełniać dane jednostki administracyjne.

Z uwagi na to zasadne staje się podjęcie próby odpowiedzi na pytanie, czy gdyby nie szybki wzrost gospodarczy oraz niepohamowany rozwój gospodarczy zaistniałaby potrzeba określenia idei zrównoważonego rozwoju? Z kolei ww. idea zakłada trwały rozwój, w tym także gospodarczy, który nie już tak dynamiczny. Zatem zastanowić się należy, czy koncepcja ta, poprzez swoje wytyczne nie ogranicza wzrostu gospodarczego? Wielu badaczy twierdzi, iż te dwie kluczowe koncepcje nie mogą być realizowane w tym samym czasie, wzrost gospodarczy nie może być osiągnięty bez wcześniejszego pogorszenia stanu środowiska naturalnego. Inni badacze sądzą natomiast, że wzrost gospodarczy i zrównoważony rozwój mogą ze sobą współistnieć i uzupełniać się wzajemnie (Munier, 2006, s. 426).

Pogląd na ten problem jest zróżnicowany, co wynika z różnego podejścia specjalistów analizujących dane zagadnienie. Ekonomiści w dużej mierze traktują środowisko naturalne jak swoistego rodzaju towar, z którego można swobodnie czerpać lub który może zostać zastąpiony innymi wytworami człowieka. Ekolodzy natomiast mają odmienne podejście. Uważają, że nie da się wycenić środowiska naturalnego, a jego zasoby są bezcenne i z uwagi na to należy w sposób odpowiedzialny z nich korzystać.

Kolejna część pracy koncentrować się będzie na dyskusji dotyczącej dychotomii wzrostu gospodarczego i rozwoju zrównoważonego.

MECHANIZM I ŹRÓDŁA WZROSTU GOSPODARCZEGO

Wzrost gospodarczy jest zjawiskiem stosunkowo nowym, co jest związane z faktem, iż gospodarka przez wiele lat się nie rozwijała, a stopa wzrostu była równa zero. Dopiero rewolucja przemysłowa, która była wynikiem przede wszystkim mechanizacji pracy, podniosła z zera do 0,5% stopę wzrostu w Wielkiej Brytanii. Od tego momentu wzrost gospodarczy w krajach europejskich i Stanach Zjednoczonych w XIX w. uległ przyspieszeniu (Czarny, 2000, s. 34).

Do głównych czynników wzrostu gospodarczego ekonomiści zaliczają przede wszystkim: zasoby siły roboczej (wyrażone liczbą ludności aktywnej zawodowo), kapitał rzeczowy (wszelkiego rodzaju środki służące do wytwarzania dóbr i usług), zasoby naturalne (zarówno odnawialne, jak również nieodnawialne, będące wytworem przyrody) oraz postęp techniczny, który determinuje efektywność wykorzystania powyższych składowych.

Wzrost gospodarczy następuje wraz z poszczególnymi fazami rozwoju ekonomicznego, które to odpowiednio reprezentują coraz to wyższy po-

ziom dochodu i rozwoju od poprzedniej formy. Jeffrey Sachs wymienia i opisuje cztery następujące po sobie etapy, a mianowicie:

- gospodarkę naturalną, która charakteryzuje się małą wydajnością rolnictwa, niewielkim zakresem usług i infrastruktury, ludnością żyjącą na poziomie zaspokajania podstawowych potrzeb lub nawet poniżej tego poziomu, przeciętnym dochodem na osobę w wysokości około 300 USD;
- gospodarkę wymienną (towarową), w której dochody wzrastają do około 1000 USD rocznie, za sprawą m.in. zysków z eksportu, czy też rolnictwa ekstensywnego;
- gospodarkę o wschodzącym rynku, w której zapewniona jest prawie pełna infrastruktura, dostęp do oświaty w stopniu podstawowym, podstawowe usługi zdrowotne oraz zaopatrzenie w wodę zdatną do picia, zaś kraj eksportuje już nie tylko produkty przemysłu przetwórczego, ale i również usługi, natomiast przeciętny dochód na osobę oscyluje około wartości 4000 USD;
- gospodarkę opartą na technologii, która cechuje się: szerokim zakresem szkolnictwa wyższego, znacznym finansowaniem badań naukowych ze środków publicznych, zwiększeniem zakresu działalności badawczo-rozwojowej oraz społeczeństwem opierającym się na nowoczesnej informacji (Sachs, 2009, s. 207-209).

Zarówno sektor publiczny, jak i sektor prywatny posiadają obowiązki do spełnienia na każdym ze wspomnianych powyżej odcinków wzrostu, jednak to głównie działania rządu prowadzą do wytworzenia fundamentów długoletniego wzrostu gospodarczego przez zapewnienie istnienia i właściwego funkcjonowania podstawowej infrastruktury społecznej i rzeczowej (Sachs, 2009, s. 209).

Analizę mierników wzrostu gospodarczego warto rozpocząć od tempa wzrostu poszczególnych państw w kolejnych latach. Na podstawie tabeli 1. zauważa się znaczące zróżnicowanie poziomu życia w poszczególnych krajach.

W Bangladeszu poziom życia mierzony wartością PKB *per capita* na początku lat 90. był 50 razy niższy niż w Stanach Zjednoczonych, a przeciętna stopa wzrostu była 22 razy niższa. Natomiast wartość PKB *per capita* w Chinach była nieznacznie niższa niż na początku lat 90. w Pakistanie, lecz liczona stopa wzrostu Chin była ponad 2 razy wyższa niż w Pakistanie. Długookresowa stopa wzrostu ma niezaprzeczone znaczenie dla poziomu życia mieszkańców. Dla przykładu, w Brazylii poziom PKB *per capita* był 3 razy niższy niż w Argentynie, niemniej jednak po 87 latach Brazylia przegoniła Argentynę, czego przyczyną była różnica między stopami wzrostu gospodarczego: w Brazylii 2,39%, podczas gdy w Argentynie 1,09%.

Tabela 1. Tempo wzrostu gospodarczego w wybranych krajach w latach 80. i 90. XX w.

Kraj	Okres	Realny PKB <i>per capita</i> na początku okresu (w USD z 1985 r.)	Realny PKB <i>per capita</i> na końcu okre- su (w USD z 1985 r.)	Przeciętna roczna stopa wzrostu (w %)
Japonia	1890-1990	842	16,144	3,00
Brazylia	1900-1987	436	3,417	2,39
Kanada	1870-1990	1,330	17,070	2,15
Niemcy Zachodnie	1870-1990	1,223	14,288	2,07
Stany Zjednoczone	1870-1990	2,244	18,258	1,76
Chiny	1900-1987	401	1,748	1,71
Meksyk	1900-1987	649	2,667	1,64
Wielka Brytania	1870-1990	2,693	13,589	1,36
Argentyna	1900-1987	1,284	3,302	1,09
Indonezja	1900-1987	499	1,200	1,01
Pakistan	1900-1987	413	885	0,88
Indie	1900-1987	378	662	0,65
Bangladesz	1900-1987	349	375	0,08

Źródło: Czarny (2000, s. 34).

Jeśli przyjrzymy się obecnemu tempu wzrostu gospodarczego, to bez wątpienia krajem, który znajduje się w światowej czołówce są Chiny. Dynamiczny wzrost gospodarczy wyrażany za pomocą 8-9% tempa wzrostu PKB, jakie państwo to osiąga od czasu otwarcia się nieco na zewnątrz, jest rezultatem wzrostu PKB w sektorze nierynkowym. „PKB Chin (...) istotnie rośnie bardzo dynamicznie, ale ludzie na tym wroście korzystają w niewielkim stopniu, ponieważ to, co dostają w zamian za swoje usługi, pracując w sektorze publicznym i w przedsiębiorstwach realizujących dostawy dla sektora publicznego, samo w sobie nie stanowi żadnej realnej wartości, a możliwości zamiany otrzymanych dochodów na dobra i usługi rynkowe są znikome ze względu na to, że sektor produkcji dóbr i usług rynkowych rozwija się znacznie wolniej” (Szewczyk, 2010, s. 6).

Wielu twierdzi, że dynamiczny wzrost gospodarczy, który nastąpił w XX w. wraz z budową fabryk, rozwojem transportu, aż wreszcie ze wzmocnionym konsumpcjonizmem, przyczynił się do zanieczyszczenia powietrza, wód, wycinki lasów, co wpłynęło na zmianę klimatu na świecie i doprowadziło do degradacji środowiska naturalnego. Spowodował szkodliwe praktyki, takie jak: wykorzystywanie na masową skalę paliw kopalnych, czy też nadmierne zużycie wody. Są to tylko niektóre przykłady potwierdzające kompletny bark troski o środowisko naturalne. Z drugiej stro-

ny, należy wskazać szereg pozytywów, do których się on przyczynił. Są to m.in. lepsza edukacja, poprawa standardu życia, poprawa stanu i zakresu opieki zdrowotnej, zmniejszenie kosztów transportu (Munier, 2006, s. 426). Taki stan rzeczy zauważalny jest przede wszystkim w krajach wysoko rozwiniętych (Stany Zjednoczone, Japonia), czy też w krajach zachodnioeuropejskich.

ROZWÓJ KONCEPCJI ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Idea zrównoważonego rozwoju pojawiła się w momencie, w którym dostrzeżono szereg problemów współczesnego świata. Były one związane z szybkim i niepohamowanym tempem wzrostu populacji, niekontrolowanym zużywaniu zasobów naturalnych, narastającą degradacją środowiska naturalnego, wzrostem konsumpcji oraz z pogłębianiem dysproporcji między krajami wysokorozwiniętymi a rozwijającymi się w kwestii jakości życia ich mieszkańców. Jak pisze G. Zabłocki (2002), od lat 60. XX w., problemy te stały się przedmiotem ożywionej dyskusji, w której ogromną rolę odegrała Organizacja Narodów Zjednoczonych (ONZ). Pierwszy raz pojęcie zrównoważonego rozwoju zostało skonkretyzowane na II Sesji Rady Zarządzającej Programem Ochrony Środowiska ONZ (UNEP) w raporcie przygotowanym pod kierunkiem G. Brundtland zatytułowanym „Nasza wspólna przyszłość”. W raporcie tym czytamy, że zrównoważony rozwój „służy zaspokajaniu potrzeb, aspiracji i harmonijnego rozwoju społeczeństwa, bez ponoszenia ryzyka, że przyszłe pokolenia nie będą mogły zaspokoić swoich potrzeb” (World Commission on Environment and Development, 1991, s. 12).

Koncepcja zrównoważonego rozwoju jest często analizowana w kategoriach ekonomicznych jako najlepszy pomysł przewyżczenia kryzysu społeczno-gospodarczego i ekonomicznego. Podkreśla się także priorytet rozwoju gospodarczego, czego wyrazem jest definicja mówiąca, że „zrównoważony rozwój (...) to wskazana społecznie, celowa ekonomicznie i pożądana ekologicznie strategia rozwoju gospodarczego” (Hull, 2011, s. 54). Tak rozumiany rozwój powinien być zatem realizowany w trzech wymiarach: ekonomicznym (wzrost PKB zapewniający odpowiednią ilość dóbr i usług), społecznym (zaspokajanie podstawowych potrzeb społecznych, zmniejszenie bezrobocia, podnoszenie jakości życia itp.) oraz ekologicznym (poprawa stanu środowiska, zachowanie kapitału przyrodniczego, ochrona bioróżnorodności) (Hull, 2011, s. 54).

Zrównoważony rozwój, który jest wyrażony we wspomnianych powyżej trzech kluczowych aspektach powinien dążyć przede wszystkim do zrów-

noważonej produkcji i konsumpcji oraz stworzenia takich systemów ekonomicznych, które miałyby wzgląd na wartość środowiska przyrodniczego. Następnie kolejne działania miałyby zmierzać m.in. do zmniejszenia nierówności społecznych, zahamowania wzrostu demograficznego, międzynarodowej integracji gospodarczej opartej na zasadzie równych praw, odpowiedzialności ekologicznej i wzajemnych korzyściach, uzupełniania i doskonalenia prawa ochrony środowiska oraz podwyższania świadomości ekologicznej (Hull, 2011, s. 64-65).

Proponowano także odejście od wskaźnika PKB jako miary wzrostu gospodarczego i przejścia na mierzenie go za pomocą systemu zintegrowanej rachunkowości ekologiczno-ekonomicznej (*Integrated Environmental and Economic Accounting* – IEEA) (Hull, 2011, s. 65).

Najbardziej kontrowersyjną kwestią w znaczeniu ekonomicznym, która pojawiała się w debatach mających na celu przezwycięzenie problemów globalnych był postulat wzrostu zerowego. Zaproponowany był on po raz pierwszy przez Klub Rzymski w publikacji „Granice wzrostu” i dotyczył zamrożenia wzrostu gospodarczego na osiągniętym poziomie, aby nie zwiększać tempa eksploatacji rzeczywistych zasobów. Przyjęcie tego postulatu miało mieć na celu ustabilizowanie systemu gospodarczego do możliwości regeneracyjnych środowiska przyrodniczego (Zabłocki, 2002, s. 18). Tak sformułowana idea wzbudziła szereg kontrowersji. Główny zarzut dotyczył konserwatyizmu i tendencji do zachowania różnic poziomu życia i cywilizacji w skali globalnej (Ciężela, 2007, s. 60). W efekcie została ona tylko w sferze konceptualnej.

Ponadto, przy w realizacji i wdrażaniu koncepcji zrównoważonego rozwoju często przyjmuje się za priorytet wzrost gospodarczy, nie zważając na kwestie społeczne, czy środowiskowe. Joost Platje konstatuje, że mimo panującego przekonania o wysokim priorytecie zrównoważonego rozwoju w Unii Europejskiej, istnieje tam tendencja do poświęcania kwestii środowiskowych na rzecz wzrostu gospodarczego. Dodaje przy tym, że środowisko naturalne ważne jest bardziej w skali globalnej niż w skali narodowej, gdzie szczególnie kraje wysoko rozwinięte koncentrują się na kwestiach gospodarczych i społecznych (Platje, 2006 s. 37).

WSKAŹNIKI ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Wskaźniki zrównoważonego rozwoju to podstawowe narzędzia służące monitorowaniu w sposób wymierny meritum tej koncepcji rozwoju. W literaturze brak jednej powszechnie przyjętej definicji „wskaźnika”, lecz najważniejszą jego cechą jest porównywalność jego wartości, umożliwiającą

ca określenie pozycji danego obiektu/kraju na tle innych obiektów/krajów. W tym sensie wskaźnik jest funkcją jednej lub wielu cech i z reguły występuje jako tzw. miara natężenia, np. PKB *per capita* (wskaźnik jako funkcja PKB zestawiony do liczby ludności) lub emisja pyłów na km² (wskaźnik jako funkcja emisji pyłów zestawiona do powierzchni) (GUS, 2011, s. 15).

Analizie poddawane są przeważnie tylko niektóre ze wskaźników, niemniej jednak pochodzić one muszą z czterech zasadniczych grup dotyczących ładu społecznego, gospodarczego, środowiskowego oraz instytucjonalno-politycznego. W tabeli 2. zostały zaprezentowane wybrane wskaźniki zrównoważonego rozwoju, które mają na celu ukazanie ogromu spektrum badawczego, jaki bierze się pod uwagę dokonując zestawienia poziomu zrównoważenia poszczególnych państw.

Tabela 2. Zestawienie wybranych wskaźników zrównoważonego rozwoju

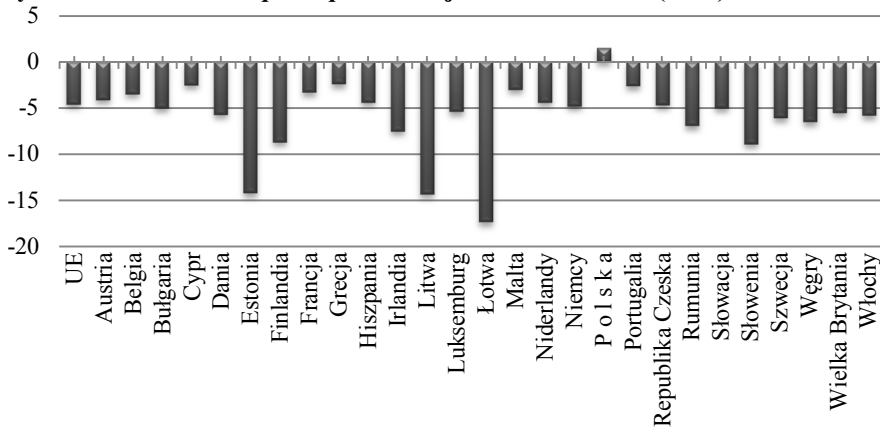
Wykaz wskaźników	
Ład społeczny	
Zmiany demograficzne	współczynnik przyrostu naturalnego
	współczynnik dzietności
Zdrowie publiczne	zgony niemowląt
	oczekiwane trwanie życia osób w wieku 65 lat w zdrowiu
Edukacja	wydatki publiczne na edukację w relacji do PKB
	kształcenie ustawiczne dorosłych
Dostęp do rynku pracy	zróźnicowanie wynagrodzeń ze względu na płeć
	stopa bezrobocia
Bezpieczeństwo publiczne	wskaźnik wykrywalności sprawców przestępstw
	ofiary śmiertelne wypadków drogowych na 1 mln ludności
Ład gospodarczy	
Rozwój gospodarczy	wzrost produktu krajowego brutto na 1 mieszkańca
	energochłonność gospodarki
Zatrudnienie	wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 20-64 lata
	średni wiek dezaktywizacji zawodowej
Innowacyjność	zasoby ludzkie dla nauki i techniki
	nakłady na działalność badawczo-rozwojową w relacji do PKB
Zrównoważone wzorce produkcji	wydajność zasobów
	powierzchnia gospodarstw ekologicznych

Ciąg dalszy tabeli 2

Wykaz wskaźników	
Ład środowiskowy	
Zmiany klimatu	emisja gazów cieplarnianych według sektorów
	emisja gazów cieplarnianych na jednostkę zużytej energii
Energia	energia ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii brutto
	biopaliwa w zużyciu paliw w transporcie
Zasoby słodkiej wody	wodochłonność przemysłu
	zużycie wody na potrzeby gospodarki narodowej i ludności
Użytkowanie gruntów	powierzchnia zabudowana i zurbanizowana
	grunty zdewastowane i zdegradowane
Gospodarka odpadami	odpady komunalne wytworzone na 1 mieszkańca
	recykling odpadów opakowaniowych
Ład instytucjonalno-polityczny	
Polityka spójności i efektywności	poziom zaufania wobec instytucji publicznych
	nowe przypadki naruszenia prawa UE
Otwartość i uczestnictwo	frekwencja w wyborach parlamentarnych oraz samorządowych
	gospodarstwa domowe z dostępem do szerokopasmowego Internetu
Aktywność obywatelska	zbiorczy wskaźnik zaangażowania w pracę społeczną

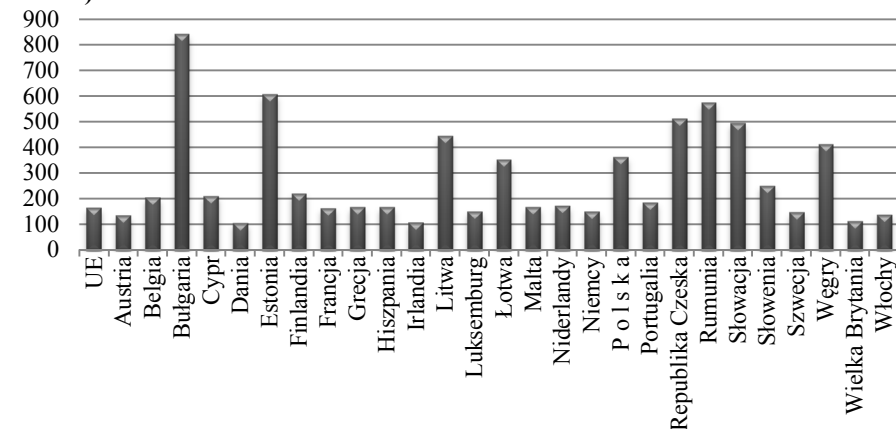
Źródło: opracowanie własne na podstawie (GUS, 2011, s. 18, 72, 112, 161).

Z uwagi na mnogość wskaźników zrównoważonego rozwoju, skrótovej analizie poddano tylko niektóre z nich korzystając z danych Eurostatu z 2009 r. Porównując w pierwszej kolejności wzrost PKB na 1 mieszkańca w zestawieniu z rokiem poprzednim odnotować należy, że tylko Polska z spośród 27 krajów Unii Europejskiej (UE-27) osiągnęła wzrost rzędu 1,5%, a pozostałe 26 krajów odnotowało ujemne wartości tego wskaźnika, przy czym największy spadek nastąpił na Litwie i Łotwie – odpowiednio: -14,3% i -17,3%. W trzech krajach (Estonii, na Litwie i Łotwie) spadek wartości omawianego wskaźnika był 3-krotnie większy w porównaniu ze średnią dla 27 krajów UE (-4,6%). Opisane zależności przedstawia wykres 1.

Wykres 1. Wzrost PKB *per capita* w krajach UE w 2009 r. (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat (2009).

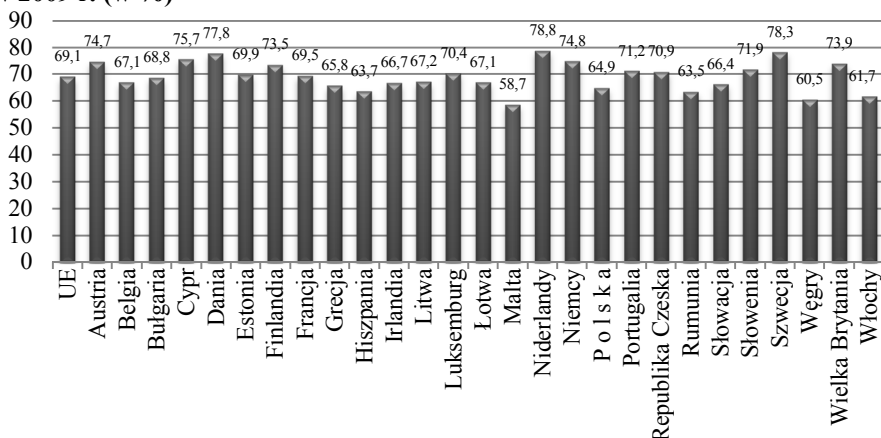
Dokonyjąc porównania energochłonności gospodarki w latach 2004-2009 krajów UE wskazać należy, że najwyższy poziom wskaźnika odnotowała Bułgaria, gdzie jego wartość była ponad pięciokrotnie wyższa od średniej dla UE-27. W omawianym okresie najlepszy wynik pod względem energochłonności gospodarki w 2009 r. osiągnęła Dania, Irlandia i Wielka Brytania, a wartość ich wskaźników wyniosły odpowiednio 106,7, 109,4 i 113,7 kgoe/1000 euro00.

Wykres 5. Energochłonność gospodarki w krajach UE w 2009 r. (kgoe/1000 euro00)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat (2009).

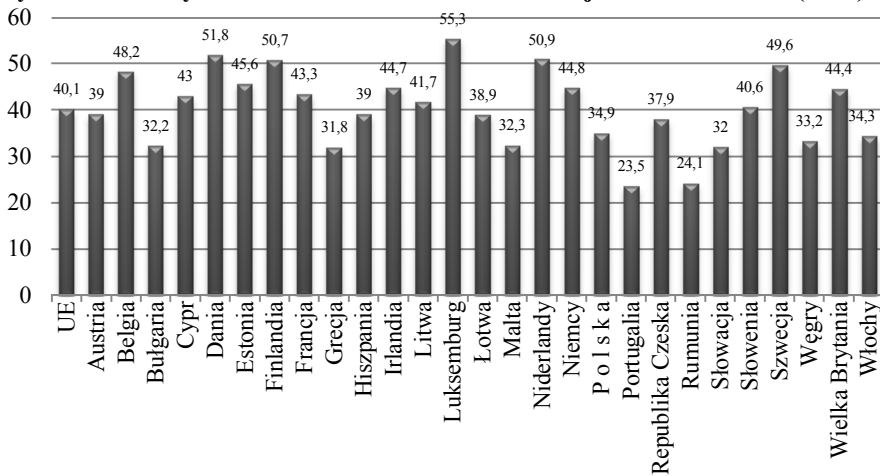
Zestawiając wskaźnik zatrudnienia wskazać należy, że wśród państw UE jego wzrost w stosunku do roku poprzedniego wystąpił w Luksemburgu o 1,6 oraz w Niemczech o 0,2 p.p. W pozostałych krajach odnotowano spadek wskaźnika zatrudnienia od 8,7 na Łotwie do 0,1 p.p. w Polsce i Holandii. We wszystkich państwach UE w 2009 r. wskaźnik zatrudnienia kobiet jest niższy niż mężczyzn. Wyjątkami są Litwa, gdzie odsetek zatrudnionych kobiet był wyższy o 0,6 p.p. i Łotwa, gdzie wskaźniki te są prawie równe. Najmniejsze różnice w wielkości zatrudnienia mężczyzn i kobiet zanotowano ponadto w Estonii (2,2 p.p.) i Finlandii (2,3 p.p.), podczas gdy największe miały miejsce na Malcie (37,3 p.p.), w Grecji (26,1 p.p.) i we Włoszech (24,1 p.p.). Odnotowane zależności przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 20-64 lat w krajach UE w 2009 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat (2009).

Najwyższy poziom wskaźnika zasobów ludzkich dla nauki i techniki jako procent ludności aktywnej zawodowo w grupie wieku 25-64 lat odnotowano w Luksemburgu (55,3%), Danii (51,8%), Holandii (50,9%) i Finlandii (50,7%), a najniższy w Portugalii (23,5%) i Rumunii (24,1%) (patrz wykres 4).

Wykres 4. Zasoby ludzkie dla nauki i techniki w krajach UE w 2009 r. (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat (2009).

Inną miarą, która służy monitorowaniu zrównoważonego rozwoju w poszczególnych państwach jest Indeks Zrównoważenia Środowiska (*Environmental Sustainability Index – ESI*). Został on opracowany po raz pierwszy w 2002 r. dla 142 krajów z inicjatywy Global Leaders of Tomorrow Environment Task Force i Światowego Forum Ekonomicznego. Ukazuje on stopień zrównoważenia środowiska i uwzględniał 20 wskaźników, z których każdy obejmował od dwóch do ośmiu zmiennych, tworząc tym samym zbiór składający się z 68 danych. Poziom indeksu ESI w 2005 r. dla wybranych państw przedstawia tabela 3.

Autorzy raportu określają zrównoważenie środowiskowe jako funkcję pięciu zmiennych, do których zaliczono: stan systemów środowiskowych (powietrza, gleby, wody), obciążenia tych systemów (stopień zanieczyszczenia i eksploatacji), wrażliwość społeczeństwa na zmiany w środowisku naturalnym (utrata zasobów żywności, narażenie na choroby środowiskowe), społeczną i instytucjonalną zdolność do radzenia z wyzwaniami środowiskowymi, zdolności do współpracy w ramach „globalnego zarządzania” w celu ochrony wspólnych zasobów środowiskowych, takich jak atmosfera (Mazur, 2006, s. 16-17).

Tabela 3. Indeks zrównoważenia środowiskowego ESI w 2005 r. dla wybranych państw

Kraj	ESI	Kraj	ESI	Kraj	ESI	Kraj	ESI
Finlandia	75,1	Litwa	58,9	Wlk. Bryt.	50,2	Maroko	44,8
Norwegia	73,4	Dania	58,2	Grecja	50,1	Mozambik	44,8
Urugwaj	71,8	Słowenia	57,5	Włochy	50,1	Rwanda	44,8
Szwecja	71,7	Japonia	57,3	Bułgaria	50,0	Ukraina	44,7
Islandia	70,8	Niemcy	57,0	Mongolia	50,0	ZEA	44,6
Kanada	64,4	Namibia	56,8	Indonezja	48,8	Togo	44,5
Szwajcaria	63,7	Rosja	56,1	Hiszpania	48,8	Belgia	44,4
Gujana	62,9	Francja	55,2	Wenezuela	48,1	Egipt	44,0
Argentyna	62,7	Portugalia	54,2	Nepal	47,7	Bangladesz	44,1
Austria	62,7	Malezja	54,0	Czechy	46,6	Korea Płd.	43,0
Brazylia	62,2	Kongo	53,8	Turcja	46,6	Angola	42,9
Australia	61,0	Niderlandy	53,7	Meksyk	46,2	Zimbabwe	41,2
Nowa Zelandia	61,0	Chile	53,6	Rumunia	46,2	Pakistan	39,9
Łotwa	60,4	USA	53,0	RPA	46,2	Iran	39,8
Peru	60,4	Białoruś	52,8	Kenia	45,3	Chiny	38,6
Boliwia	59,5	Ghana	52,8	Indie	45,2	Arabia Sau.	37,8
Chorwacja	59,5	Słowacja	52,8	Czad	45,0	Irak	33,6
Irlandia	59,2	Ekwador	52,4	Niger	45,0	Tajwan	32,7
Kolumbia	58,9	Kuba	52,3	Polska	45,0	Korea Płn.	29,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie Yale Center for Environmental Law and Policy, Center of International Earth Science Information Network (2005, s. 10-11).

Analiza powyższych danych pozwoliła uprawdopodobnić tezę, że dochody, a tym samym poziom osiągniętego rozwoju gospodarczego, stanowią istotną determinantę rezultatów środowiskowych. Należy jednak pamiętać o tym, że istnieją inne, także ważne czynniki. Wypada przyjąć, że kraje wysoko rozwinięte, dysponujące dużymi dochodami, osiągają wyższe wyniki w zakresie społecznej i instytucjonalnej zdolności do sprostania nowym środowiskowym wyzwaniom. Przykładem tego jest Finlandia, która znajduje się w czołówce zarówno pod względem ESI, jak i wybranych wskaźników ładu gospodarczego. Kraje, które są mniej zasobne w fundusze finansowe generują mniejsze obciążenia środowiskowe i uzyskują korzystniejsze, czyli niższe wyniki w produkcji odpadów i emisji zanieczyszczeń, np. Urugwaj, czy Gabon. One także uzyskują lepsze wyniki w ochronie ogólnoswiatowych zasobów naturalnych (Mazur, 2006, s. 19). Niskimi wartościami wskaźnika ESI charakteryzują się przede wszystkim kraje rozwijające się oraz te, które w ostatnich latach notują wzrost gospodarczy, czyli np. Chiny i Indie. Te kraje przyjmują za priorytet wzrost gospodarczy kosztem kwestii środowiskowych. Tym samym emitują m.in. duże ilości zanieczyszczeń, co wpływa na ich niskie usytuowanie w rankingu.

ZAKOŃCZENIE

Podsumowując, wydaje się, że kwestie ekonomiczne, a w szczególności wzrost gospodarczy, uzyskują przewagę nad problemami społecznymi i ekologicznymi.

Zarysowuje się zatem dychotomia pomiędzy wzrostem gospodarczym a zrównoważonym rozwojem. Zaznaczyć jednak należy, że zrównoważonego rozwoju nie uda się wprowadzać bez stabilnej sytuacji ekonomicznej kraju. Aby móc chronić środowisko przyrodnicze nie da się ominąć wzrostu gospodarczego, gdyż każda populacja dąży do jak najlepszych warunków życia, wykorzystując dostępne jej zasoby. Należy jednakże podkreślić, że dążenie do jak największego wzrostu gospodarczego, omijając tym samym kwestie środowiskowe, prędzej czy później doprowadzi do degradacji środowiska naturalnego i w konsekwencji do kłopotów m.in. z dostarczeniem wody pitnej, czy też brakiem żywności.

Ważne jest, aby móc wypracować równowagę pomiędzy dążeniem do zrównoważonego rozwoju a wzrostem gospodarczym. Przykładami państw, które skutecznie potrafią utrzymać ten balans są kraje skandynawskie, z drugiej zaś strony mamy kraje typu Chiny czy Indie, gdzie dysproporcje są duże. Należy jednak prowadzić działania zmierzające do wyrównania zaistniałe nierówności i próbować ukierunkować je w stronę holistycznej perspektywy.

LITERATURA

- Ciążela H. (2007), *Antycypacja idei „rozwoju trwałego i zrównoważonego” w koncepcji „nowego humanizmu” Aurelio Peccei*, „Problemy ekorozwoju” Vol. 2, nr 1.
- Czarny B. (2000), *Wzrost gospodarczy*, „Bank i Kredyt”, nr 11/2000.
- Eurostat (2009), http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (stan na 30.07.2012 r.).
- GUS (2011), *Wskaźniki zrównoważonego rozwoju Polski*, Katowice.
- Hull Z. (2011), *Wprowadzenie do filozofii zrównoważonego rozwoju*, [w:] W. Tyburski (red.), *Zasady kształtowania postaw sprzyjających wdrażaniu zrównoważonego rozwoju*, Wydawnictwo UMK, Toruń.
- Mazur B. (2006) *Kraje Europy Środkowo-Wschodniej w drodze do rozwoju zrównoważonego* [w:] E. Broniewicz, *Stan i Perspektywy Rozwoju Zrównoważonego*, Wydawnictwo politechniki Białostockiej, Białystok.
- Munier N. (2006) *Economic growth and sustainable development: could multicriteria analysis be used to solve this dichotomy?*, „Environment, Development and Sustainability” No. 8.

- Platje J. (2006), *Poziom dochodu a priorytety w rozwoju zrównoważony*, [w:] S. Kozłowski, A. Haładaj (red.). *Rozwój zrównoważony na szczeblu krajowym, regionalnym i lokalnym – doświadczenia polskie i możliwości ich zastosowania na Ukrainie*, Wydawnictwo Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego Jana Pawła II, Lublin.
- Sachs J. (2009), *Nasze wspólne bogactwo. Ekonomia dla przeludnionej planety*, Wydawnictwo PWN, Warszawa.
- Szewczyk R. (2010), *Państwo a wzrost gospodarczy kryzys finansowy*, <http://www.szewczyk.net.pl/assets/files/pliki/Panstwo.pdf> (stan na dzień 30 lipca 2012r.).
- Yale Center for Environmental Law and Policy, Center of International Earth Science Information Network (2005), *2005 Environmental Sustainability Index*, Yale Center for Environmental Law and Policy, New Haven.
- World Commission on Environmental Development (1991), *Nasza wspólna przyszłość: Raport Światowej Komisji do spraw Środowiska i Rozwoju*, przeł. U. Grzełońska, E. Kolanowska, Wydawnictwo PWN, Warszawa.
- Zabłocki G. (2002), *Rozwój zrównoważony – idee, efekty, kontrowersje (perspektywa socjologiczna)*, Wydawnictwo UMK, Toruń.

Jakub Kozłowski

**KONWERGENCJA REALNA DOJRZAŁYCH
GOSPODAREK STREFY EURO.
CZY UNIA GOSPODARCZO-WALUTOWA
RZECZYWIŚCIE PRZYCZYNIĄ SIĘ
DO WYRÓWNYWANIA POZIOMU ŻYCIA
JEJ MIESZKAŃCÓW?**

Słowa kluczowe: *integracja gospodarcza, konwergencja realna, strefa euro, unia gospodarczo-walutowa*

Abstrakt: Celem badania jest próba odpowiedzi na pytanie, czy integracja gospodarcza oraz walutowa na terenie Europy jest czynnikiem sprzyjającym intensyfikacji procesu doganiania czy wręcz przeciwnie – determinuje zwiększanie się różnic w poziomie zamożności mieszkańców poszczególnych krajów strefy euro. W związku z tym przeprowadzona została analiza konwergencji realnej krajów dojrzałych gospodarczo należących do strefy euro na tle innych, dojrzałych gospodarczo państw zrzeszonych w ramach organizacji OECD w latach 1999-2010. Badaniem objętych zostało 9 gospodarek strefy euro oraz 11 gospodarek skupionych w OECD, charakteryzujących się wysokim poziomem zamożności obywateli, stabilnością polityczną oraz dużym podobieństwem struktur gospodarczych i ustrojowo-instytucjonalnych. Ocena procesu wyrównywania jakości życia obywateli obejmuje zarówno analizę konwergencji typu *sigma* jak i *beta* na podstawie obserwacji kształtowania się PKB *per capita* poszczególnych państw. Jak wskazują wykonane obliczenia, dojrzałe gospodarki strefy euro od początku funkcjonowania ścisłej integracji gospodarczo-walutowej borykają się z problemem pogłębiającej się dywergencji ekonomicznej, powodującej coraz większą rozpiętość zamożności pomiędzy mieszkańcami poszczególnych krajów wchodzących w skład badanej grupy.

REAL CONVERGENCE IN MATURE ECONOMIES OF THE EURO AREA. DOES THE ECONOMIC AND MONETARY UNION REALLY LEAD TO EQUALISE THE LIFE QUALITY OF ITS INHABITANTS?

Keywords: *Economic and Monetary Union, economic integration, euro area, real convergence*

Abstract: The aim of this research is to find out if the economic and monetary integration within the Europe gives rise to the intensification of catching-up process or, quite on the contrary, determines the increase in differences in wealth level of the inhabitants of some selected eurozone countries. Accordingly, a real convergence analysis of mature euro area economies versus highly-developed OECD countries will be conducted. The research will be based on economic comparison between 9 countries belonging to the European Economic and Monetary Union and 11 economies representing the OECD in the period of 1999-2010. The countries in question are characterized by a high level of affluence of its citizens, political stability and similarities in economic and institutional structures. The assessment of the catching-up process will consist of convergence analysis of both types: *sigma* and *beta* related to examination of GDP *per capita* for the selected countries. The results will prove that mature euro area countries have been facing the problem of deepening economic divergence since the beginning of the tight economic and monetary integration. This has been leading to ever-growing discrepancies between the wealth of inhabitants from the particular countries of the target group.

WPROWADZENIE

Konwergencja realna jest kluczowym elementem prawidłowego funkcjonowania każdej formy integracji o wymiarze ponadnarodowym. Analiza tego procesu na przykładzie strefy euro pozwala na dokonanie oceny, czy integracja walutowa dokonująca się w Europie przyczynia się do wyrównywania poziomu życia mieszkańców poszczególnych gospodarek strefy euro. Dążenie do osiągnięcia tego samego poziomu bogactwa przez wszystkie państwa wchodzące w skład Unii Gospodarczej i Walutowej (czy szerzej nawet – Unii Europejskiej), jest uznana jako jeden z celów solidaryzmu europejskiego.

Niniejsze badanie konwergencji realnej dojrzałych gospodarek strefy euro oraz OECD ma na celu zweryfikowanie następującej hipotezy: integracja ekonomiczna oraz walutowa dokonująca się w obrębie europejskie-

go obszaru jednowalutowego przyczynia się do wzmocnienia procesu doganiania zamożniejszych państw przez biedniejsze. Jak wskazuje się w literaturze, zamożność poszczególnych krajów strefy euro powinna się wyrównywać, gdyż – jak się argumentuje – zmniejszenie dystansu w rozwoju gospodarczym może być spowodowane przez coraz głębszą liberalizację w zakresie przepływów handlowych oraz kapitałowych, co jest z kolei jednym z filarów Unii Gospodarczej i Walutowej (Adamczuk, Adamczuk, Michalczyk 2010, s. 296-298). W Unii Europejskiej wyrównywanie dochodów mieszkańców poszczególnych krajów powinno dokonywać się również poprzez system funduszy strukturalnych i spójności, którego głównymi beneficjentami są kraje o niższym stopniu rozwoju gospodarczego.

Badaniu podlegać będzie 9 gospodarek strefy euro (Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Luksemburg i Holandia) oraz 11 gospodarek zrzeszonych w ramach OECD, które nie są członkami europejskiego obszaru jednowalutowego (Australia, Kanada, Dania, Islandia, Japonia, Nowa Zelandia, Norwegia, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania i USA), które można określić mianem dojrzałych¹.

Analiza konwergencji realnej dojrzałych gospodarek strefy euro na tle najbogatszych gospodarek OECD pozwoli odpowiedzieć również na pytanie, czy korzyści z tytułu posługiwania się wspólną walutą przewyższają koszty tego przedsięwzięcia. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), w odróżnieniu od Unii Gospodarczej i Walutowej, skupia państwa posiadające odrębne waluty (i co się z tym wiąże, prowadzące swoją własną politykę monetarną), dzięki czemu stanowią one reprezentatywną grupę państw rozwiniętych, niebędących jednocześnie w ścisłej współpracy gospodarczej.

Warto zaznaczyć, że inne badania przeprowadzone w zakresie konwergencji realnej na terenie Europy koncentrują się głównie na analizie tego procesu w odniesieniu do krajów peryferyjnych strefy euro (Dąbrowski, Kawa, Szopa, 2008, s. 59-62; Kurkowiak, 2008, s. 59-67; Tchorek, 2008, s. 29-40) lub państw, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 r. lub

¹ Warto podkreślić, że dojrzałość gospodarcza nie objawia się jedynie poprzez wysoki rozwój ekonomiczny oraz poziom zamożności danego kraju względem innych. Według słownika „Routledge Encyclopedia of International Political Economy” (Jones, 2001, s. 1007), dojrzałą gospodarkę należy rozpatrywać w dwóch kategoriach. Pierwsza z nich traktuje państwo znajdujące się w fazie dojrzałości ekonomicznej jako „produkt finalny w procesie rozwoju”, co wskazuje jednoznacznie na pozytywny wydzźwięk tego terminu. Druga natomiast, definiując współczesne pojęcie dojrzałej gospodarki, nawiązuje do ryzyka wystąpienia stagnacji i dezindustrializacji państwa oraz, co ciekawe, podkreśla rosnącą rolę czynników związanych z sektorem państwowym w kształtowaniu się rozwoju ekonomicznego tychże krajów.

później (Dąbrowski, Kawa, Szopa, 2008, s. 64-71). Wybór dojrzałych gospodarek do celów badawczych nie jest jednak przypadkowy. Zgodnie z teorią konwergencji klubowej, ze wzrastającą zbieżnością gospodarczą powinniśmy mieć do czynienia w grupie krajów, które charakteryzują się podobieństwami w zakresie instytucjonalnym i ustrojowym oraz związanym z powyższymi, porównywalnym poziomem zamożności obywateli (Woźniak, 2008, s. 190-191). Taki dobór próby badawczej pozwoli zatem na obiektywne zweryfikowanie hipotezy, czy integracja walutowa w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej jest rzeczywiście czynnikiem stymulującym konwergencję ekonomiczną badanych gospodarek.

Kryterium wyboru zostało oparte przede wszystkim na poziomie PKB *per capita* państw z 2010 r. Ten wskaźnik można bowiem uważać za najbardziej czytelny oraz wiarygodny miernik dojrzałości gospodarczej państwa.

Warto również wyjaśnić, dlaczego analiza wyrównywania poziomu życia rozpoczyna się w 1999 r. Rok ten jest bowiem pierwszym w historii funkcjonowania europejskiego obszaru jednawalutowego. Od tego momentu możemy mówić o pełnej integracji walutowej na terenie Europy. Wszystkie dane potrzebne do przeprowadzenia badań w tym rozdziale, a więc PKB *per capita* w cenach bieżących wg bieżącego parytetu siły nabywczej oraz nominalny PKB w cenach bieżących wg bieżącego parytetu siły nabywczej (oba wskaźniki ujęte w amerykańskich dolarach) zostały zaczerpnięte z bazy statystycznej OECD (OECD Statistics, 2012).

ANALIZA KONWERGENCJI TYPU *SIGMA*

Ocena procesu konwergencji gospodarczej rozpocznie się od przeprowadzenia badania konwergencji typu *sigma* dla dojrzałych gospodarek strefy euro oraz OECD. Dokonanie tej analizy pozwoli odpowiedzieć na pytanie, czy w obrębie badanych gospodarek dochodzi do zmniejszenia zróżnicowania PKB *per capita* czy do jego stopniowego zwiększenia. Konwergencję *sigma* można wyliczyć jako odchylenie standardowe logarytmów naturalnych PKB *per capita* badanych państw w określonym czasie wg wzoru 1 (Malaga, 2004, s. 170).

$$\sigma_t = \sqrt{\sum_{i=1}^n (\ln y_{it} - \ln \bar{y}_t)^2}, \quad (1)$$

gdzie:

n – ilość badanych państw,

i – indeks kraju,

y_{it} – wysokość PKB *per capita* w i -tym kraju w roku t ,

\bar{y}_t – średnia wysokość PKB *per capita* w badanej grupie krajów w roku t .

Z występowaniem konwergencji typu *sigma* mamy do czynienia w sytuacji, kiedy powyższy wskaźnik maleje w czasie. Poziom konwergencji dla grupy 9 dojrzałych gospodarek strefy euro oraz dla grupy 11 dojrzałych państw OECD w poszczególnych latach okresu 1999-2010 został przedstawiony w tabeli 1.

Tabela 1. Wartości konwergencji *sigma* dla grupy gospodarek strefy euro oraz krajów OECD w latach 1999-2010

Rok	Strefa euro	OECD
1999	0,69854	0,55621
2000	0,73994	0,57664
2001	0,70000	0,55160
2002	0,75324	0,52956
2003	0,79889	0,55153
2004	0,83766	0,56151
2005	0,84918	0,62444
2006	0,91734	0,62628
2007	0,93612	0,60558
2008	0,93222	0,63689
2009	0,88287	0,58491
2010	0,90644	0,60468

Źródło: opracowanie własne.

Dane zamieszczone w tabeli 1. pozwalają stwierdzić, że przez 12 lat funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej powiększyła się dyspersja zamożności między dojrzałymi państwami wchodzących w skład tego ugrupowania. W badanym przedziale czasowym wartość konwergencji *sigma* wykazywała tendencję zwyżkową w grupie wysokorozwiniętych krajów strefy euro. Nieco inaczej sytuacja przedstawiała się dla członków OECD. W latach 1999-2010 wartość konwergencji *sigma* dla tej grupy państw również wzrosła, jednak w mniejszym stopniu niż dla gospodarek znajdujących się w obszarze jednawalutowym. Można zatem wysnuć wniosek, że w obu grupach państw różnice w poziomie dochodów poszczególnych krajów powiększyły się na przestrzeni badanych 12 lat. Zjawisko dyspersji bogactwa mieszkańców nabrało jednak intensywniejszego charakteru w gospodarkach, których jednostką płatniczą jest waluta euro. Warto również zwrócić uwagę na wpływ kryzysu finansowego oraz związanego

z nim spowolnienia gospodarczego na spadek różnicy poziomu dochodów między poszczególnymi krajami zarówno strefy euro, jak i OECD. Dla pierwszej grupy gospodarek współczynnik konwergencji *sigma* spadł z 0,93222 w 2008 r. do poziomu 0,88287 w 2009 r. W analogicznym okresie, wartość tego wskaźnika dla badanych gospodarek OECD obniżyła się z 0,63689 do 0,58491. W latach 2009-2010 obserwujemy jednak powrót do zwiększających się różnic w poziomie zamożności mieszkańców obu analizowanych ugrupowań.

ANALIZA KONWERGENCJI ABSOLUTNEJ TYPU *BETA*

Następnym przedmiotem analizy będzie konwergencja absolutna typu *beta*. Zgodnie z założeniami tej koncepcji, wszystkie badane gospodarki powinny dążyć do tego samego poziomu analizowanej zmiennej – w naszym przypadku PKB *per capita*, która jest najbardziej powszechnym wskaźnikiem oceny poziomu życia mieszkańców poszczególnych krajów. Aby doszło do stopniowego wyrównywania się wysokości tego miernika, państwa o jego niższym poziomie powinna cechować wyższa stopa wzrostu PKB *per capita* w ujęciu procentowym w stosunku do krajów, które odznaczają się wyższym stopniem zamożności mieszkańców. Tylko w ten sposób kraje słabsze gospodarczo będą w stanie dogonić bogatsze gospodarki pod względem średniej wysokości osiągniętych dochodów przez ich mieszkańców.

Badanie konwergencji absolutnej typu *beta* można przeprowadzić poprzez wyliczenie zmiany procentowej PKB *per capita* między początkowym a końcowym okresem analizy (tj. między 1999 a 2010 rokiem). Następnie, należy oszacować korelację między wyjściowym poziomem PKB *per capita* a łącznym wzrostem tego wskaźnika w badanym okresie czasu. Wyrównywanie poziomu życia następuje, gdy następuje ujemna zależność między inicjalnym stanem PKB *per capita* w danym państwie a wzrostem produkcji na osobę. Korelacja negatywna oznacza bowiem, że spadek pierwszej ze zmiennych implikuje wzrost drugiej z nich. Zatem, im niższy poziom PKB *per capita*, tym silniejszy wzrost tego miernika i odwrotnie – im wyższy stopień zamożności mieszkańców, tym niższa zmiana procentowa PKB *per capita*. W przypadku występowania korelacji dodatniej, wzrost jednej ze zmiennych daje efekt w postaci przyrostu drugiej z nich. Zależność pozytywna objawia się zatem wysokim łącznym wzrostem PKB *per capita* w odniesieniu do gospodarek najbogatszych oraz niskim skumulowanym wzrostem produkcji na osobę w stosunku do krajów najbiedniej-

szych – mamy wtedy do czynienia z procesem odwrotnym do konwergencji, czyli dywergencją ekonomiczną.

Dane zawarte w tabeli 2. i 3. wskażą, czy proces doganiania w ujęciu absolutnym wartości PKB *per capita* ma rację bytu w dojrzałych krajach Unii Gospodarczej i Walutowej na tle ich odpowiedników zrzeszonych w organizacji OECD.

Tabela 2. Zmiany procentowe PKB *per capita* w latach 1999-2010 dla dojrzałych krajów strefy euro oraz korelacja między nimi a wielkością PKB *per capita* w 1999 r.

Kraj	PKB <i>per capita</i> z 1999 r. (w USD)	PKB <i>per capita</i> z 2010 r. (w USD)	zmiana procentowa PKB <i>per capita</i> 1999-2010 (w %)
Austria	26231,28	40016,96	52,55
Belgia	24389,82	37676,07	54,47
Finlandia	22574,61	36476,63	61,58
Francja	22759,60	34147,99	50,04
Niemcy	24189,72	37411,42	54,66
Irlandia	24227,34	40457,94	66,99
Włochy	23881,49	31895,18	33,56
Luksemburg	43282,65	86226,33	99,22
Holandia	25488,91	42174,52	65,46
Korelacja=0,829830124			

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki przeprowadzonego badania pokazują, że w analizowanym okresie następuje dywergencja gospodarcza w dojrzałych gospodarkach strefy euro. Wartość korelacji między wyjściowymi poziomami PKB *per capita* (z 1999 r.) a wzrostami tych wskaźników dla wszystkich badanych gospodarek przez 12 lat wynosi ponad 0,8, co wskazuje na silną, dodatnią zależność. Można zatem wnioskować, że zamożne kraje (sklasyfikowane wg wartości PKB *per capita* w 1999 r.) osiągały wyższe stopy wzrostu PKB *per capita* od państw charakteryzujących się niższym stopniem bogactwa w początkowym okresie. Poziom życia, mierzony wskaźnikiem PKB *per capita*, w dojrzałych gospodarkach strefy euro na przestrzeni lat 1999-2010 nie wyrównywał się, lecz podlegał coraz większemu zróżnicowaniu w poszczególnych analizowanych krajach. Analogiczne badanie przeprowadzone wśród wysokorozwiniętych państw OECD wykazało korelację ujemną. Wartość tej zależności (około -0,004) pozwala jednak przypuszczać, że związek między stanem początkowym PKB *per capita* w analizowanych gospodarkach a łącznym przyrostem procentowym tego miernika w latach

1999-2010 jest nieistotny. Między badanymi państwami OECD nie obserwuje się zatem silnego procesu konwergencji czy dywergencji ekonomicznej.

Tabela 3. Zmiany procentowe PKB *per capita* w latach 1999-2010 dla dojrzałych krajów OECD oraz korelacja między nimi a wielkością PKB *per capita* w 1999 r.

Kraj	PKB <i>per capita</i> z 1999 r. (w USD)	PKB <i>per capita</i> z 2010 r. (w USD)	Zmiana procentowa PKB <i>per capita</i> 1999-2010 (w %)
Australia	25443,26	40718,78	60,04
Kanada	25550,37	39069,91	52,91
Dania	26150,05	40169,83	53,61
Islandia	27836,52	35641,55	28,04
Japonia	23965,76	33751,23	40,83
Nowa Zelandia	18910,62	29870,68	57,96
Norwegia	27425,25	57230,89	108,68
Szwecja	24428,35	39325,96	60,98
Szwajcaria	29512,99	46621,77	57,97
Wlk. Brytania	23315,66	35715,47	53,18
USA	31652,63	46587,62	47,18
Korelacja=-0,004182701			

Źródło: opracowanie własne.

W ramach analizy konwergencji absolutnej typu *beta* można przeprowadzić dodatkowe badanie, które może pomóc zweryfikować powyższe tezy. Będzie ono polegać na obserwacji wartości wzrostu PKB *per capita* w latach 1999-2010 w trzech gospodarkach o najniższym oraz o najwyższym stopniu bogactwa mieszkańców w 1999 r. w obu ugrupowaniach. Taka analiza pozwoli odpowiedzieć na dwa pytania: czy rzeczywiście w europejskiej unii gospodarczo-walutowej najwyższe stopy wzrostu PKB *per capita* są osiągane przez najzamożniejsze gospodarki a najniższe przyrosty tego miernika przez najbiedniejsze państwa oraz, czy nie widać istotnej korelacji między stopniem bogactwa gospodarki a osiąganym wzrostem PKB *per capita* w dojrzałych krajach OECD.

Tabela 4. Zestawienie PKB *per capita* w 1999 r. oraz wzrostu PKB *per capita* w latach 1999-2010 dla 3 gospodarek z grupy strefy euro o najwyższym oraz najniższym poziomie zamożności mieszkańców

Kraj	PKB <i>per capita</i> z 1999 r. (w USD)	Miejsce wg PKB <i>per capita</i>	Wzrost PKB <i>per capita</i> w latach 1999-2010 (w %)	Miejsce wg wzrostu PKB <i>per capita</i> w latach 1999-2010
Luksemburg	43282,65	1	99,22	1
Austria	26231,28	2	52,55	7
Holandia	25488,91	3	65,46	3
Włochy	23881,49	7	33,56	9
Francja	22759,60	8	50,04	8
Finlandia	22574,61	9	61,58	4

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Zestawienie PKB *per capita* w 1999 r. oraz wzrostu PKB *per capita* w latach 1999-2010 dla 3 gospodarek z grupy OECD o najwyższym oraz najniższym poziomie zamożności mieszkańców

Kraj	PKB <i>per capita</i> z 1999 r. (w USD)	Miejsce wg PKB <i>per capita</i>	Wzrost PKB <i>per capita</i> w latach 1999-2010 (w %)	Miejsce wg wzrostu PKB <i>per capita</i> w latach 1999-2010
USA	31652,63	1	47,18	9
Szwajcaria	29512,99	2	57,97	4
Islandia	27836,52	3	28,04	11
Japonia	23965,76	9	40,83	10
Wielka Brytania	23315,66	10	53,18	7
Nowa Zelandia	18910,62	11	57,96	5

Źródło: opracowanie własne.

Rezultaty badania przedstawiono w tabeli 4. i 5. Nie pozostawiają one żadnych wątpliwości – dojrzałe gospodarki strefy euro podlegają procesowi dywergencji ekonomicznej typu *beta*. Kraj wiodący prym pod względem wysokości PKB *per capita* w 1999 r., tj. Luksemburg, jest również państwem notującym najwyższą stopę wzrostu tego wskaźnika na przestrzeni lat 1999-2010. Średnio na Luksemburczyka przypadało o 2 razy więcej produkcji krajowej brutto w 2010 r. aniżeli było to na początku funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej. Trzecia pod względem zamożności mieszkańców w 1999 r. Holandia, zajmuje również trzecie miejsce pod względem łącznego wzrostu PKB *per capita* w ciągu ostatnich 12 lat.

Dywergencja ekonomiczna strefy euro objawia się również niskim przyrostem produkcji na osobę w państwach, które charakteryzowały się niskim poziomem bogactwa w roku rozpoczynającym badanie. Dotyczy to zwłaszcza jednych z największych gospodarek strefy euro pod kątem wartości nominalnego PKB – Włoch i Francji, których niskie miejsca w rankingu zamożności obywateli w 1999 r. idą w parze z najsłabszymi wzrostami PKB na osobę osiąganymi w obrębie dojrzałych krajów europejskiego obszaru jednowalutowego. Wyjątkiem w powyższym zestawieniu jest Finlandia, gdzie, na podstawie powyższych danych, można mówić o procesie doganiania silniejszych gospodarek eurolandu. Kraj ten, odznaczający się najniższym poziomem PKB *per capita* w 1999 r. spośród badanych państw, notuje jeden z największych przyrostów produkcji na mieszkańca na przestrzeni analizowanego okresu. Innym państwem, który wpisowuje się w koncepcję konwergencji ekonomicznej, jest Austria, która będąc drugą najsilniejszą gospodarką pod względem zamożności jej obywateli, zajmuje dopiero siódme miejsce w wysokości wzrostu PKB *per capita*.

Wnioski z poprzedniego badania zbieżności gospodarczej typu *beta* potwierdzają również podobne obliczenia przeprowadzone dla krajów OECD. Na podstawie powyższego zestawienia, trudno jest jednoznacznie zweryfikować hipotezę o konwergencji lub dywergencji dla tej grupy państw. Gospodarki, które charakteryzowały się najwyższym poziomem PKB *per capita* w początkowym okresie badania, tj. USA, Szwajcaria oraz Islandia, uplasowały się odpowiednio na dziewiątej, czwartej oraz jedenastej pozycji pod względem przyrostu produkcji na osobę w latach 1999-2010. Można zatem mówić o spowolnieniu wzrostu gospodarczego w USA i Islandii w porównaniu do większości pozostałych jedenastu krajów ujętych w analizie. Niełatwo jest jednak znaleźć znaczącą korelację między niskim stopniem zamożności mieszkańców danego państwa a silnym wzrostem PKB *per capita* dla Japonii, Wielkiej Brytanii czy nawet Nowej Zelandii, której poziom PKB *per capita* w 1999 r. był najniższy spośród wszystkich gospodarek, a mimo to łączny przyrost produkcji na mieszkańca jest niższy od czterech innych gospodarek. Dla dopełnienia obrazu niewystępowania istotnej zależności między badanymi zmiennymi, warto podkreślić, że największym przyrostem PKB *per capita* w analizowanym okresie może pochwalić się Norwegia, której poziom zamożności mieszkańców w 1999 r. plasował się tylko za USA, Szwajcarią oraz Islandią.

**BADANIE TENDENCJI PKB *PER CAPITA* DANYCH
GOSPODAREK JAKO UDZIAŁ W PRZECIĘTNYM PKB
PER CAPITA DLA CAŁEJ GRUPY KRAJÓW**

Ostatnim badaniem, które pozwoli na ocenę przebiegu procesu wyrównywania poziomu dochodów w dojrzałych gospodarkach strefy euro oraz OECD, będzie analiza PKB *per capita* poszczególnych państw od początku funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej do 2010 r. w odniesieniu do przeciętnej produkcji na osobę osiąganą w badanej grupie państw. Analiza ta wymaga zatem najpierw dokładnego obliczenia średniej ważonej PKB *per capita* dla całej grupy dojrzałych gospodarek strefy euro oraz OECD (mierzonej za pomocą udziałów poszczególnych gospodarek w tworzeniu nominalnego PKB danego ugrupowania krajów) w kolejnych latach. Następnie oblicza się rok po roku jaki procent przeciętnej wartości PKB *per capita* badanej grupy krajów stanowi wysokość produkcji na osobę dla poszczególnych gospodarek oraz obserwuje się jak kształtowały się uzyskane wskaźniki w latach 1999, 2002, 2006 oraz 2010. Wyniki badania prezentują tabele 6. i 7.

Tabela 6. PKB *per capita* dojrzałych gospodarek strefy euro jako udział w średnim PKB *per capita* dla całej grupy wysokorozwiniętych państw strefy euro w 1999, 2002, 2006 oraz 2010 r. (w %)

Kraj	Rok				Konwergencja czy dywergencja
	1999	2002	2006	2010	
Austria	109,51	108,11	110,11	110,56	dywergencja
Belgia	102,18	106,66	103,05	104,10	dywergencja
Finlandia	95,12	97,71	99,74	100,78	konwergencja
Francja	95,11	98,22	94,58	94,35	dywergencja
Niemcy	100,68	97,40	100,98	103,37	dywergencja
Irlandia	105,44	118,08	127,97	111,78	dywergencja
Włochy	98,06	95,61	91,49	88,12	dywergencja
Luksemburg	197,67	204,27	236,47	238,24	dywergencja
Holandia	108,49	113,36	114,63	116,53	dywergencja
Średnia	100,00	100,00	100,00	100,00	-

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. PKB *per capita* dojrzałych gospodarek OECD jako udział w średnim PKB *per capita* dla całej grupy wysokorozwiniętych państw OECD w 1999, 2002, 2006 oraz 2010 r. (w %)

Kraj	Rok				Konwergencja czy dywergencja
	1999	2002	2006	2010	
Australia	89,87	91,39	91,76	95,59	konwergencja
Kanada	90,70	89,80	91,16	91,72	konwergencja
Dania	90,00	92,34	89,14	94,30	konwergencja
Islandia	95,70	93,32	88,61	83,67	dywergencja
Japonia	81,04	80,48	78,73	79,24	dywergencja
Nowa Zelandia	67,40	68,38	66,82	70,13	konwergencja
Norwegia	99,60	111,24	133,15	134,36	dywergencja
Szwecja	86,82	87,90	88,29	92,32	konwergencja
Szwajcaria	100,37	100,25	96,79	109,45	dywergencja
Wielka Brytania	81,06	86,72	86,55	83,85	konwergencja
USA	111,29	110,35	110,10	109,37	konwergencja
Średnia	100,00	100,00	100,00	100,00	-

Źródło: opracowanie własne.

Proces konwergencji realnej powinien charakteryzować się wśród badanych gospodarek tym, że każda z nich dąży do tego samego poziomu za-
możności – w naszym przykładzie do wartości 100% przeciętnego PKB *per capita* dla wybranej grupy dojrzałych krajów strefy euro oraz OECD. Oznacza to, że dla państw, których PKB *per capita* w stanie wyjściowym gospodarki (tj. z 1999 r.) wynosił ponad 100% średniej PKB *per capita*, wskaźnik ten powinien się zmniejszać na przestrzeni analizowanego okresu, aż do momentu kiedy osiągnie poziom 100%. Natomiast, dla krajów, których początkowy PKB *per capita* kształtował się poniżej 100% przeciętnej PKB *per capita*, wskaźnik ten powinien systematycznie się powiększać, dopóki nie zostanie przekroczona wartość 100%. W takich przypadkach możemy mówić o postępującej zbieżności gospodarek w zakresie bogactwa jej mieszkańców. Jeżeli następują procesy odwrotne od tych opisanych powyżej, tzn. obserwowane są coraz większe dysproporcje między PKB *per capita* danej gospodarki a średnim PKB *per capita* obliczonym dla całego ugrupowania krajów, to mamy do czynienia z procesem dywergencji ekonomicznej.

Z przeprowadzonej analizy poszczególnych dojrzałych gospodarek strefy euro można wysnuć następujący wniosek: na 9 krajów objętych badaniem, tylko w Finlandii można zaobserwować proces zbieżności gospodarczej w latach 1999-2010. Na początku funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej, PKB *per capita* tego skandynawskiego kraju stanowił 95,12% PKB *per capita* dojrzałych gospodarczo państw zrzeszonych w strefie euro

i do 2010 r. wskaźnik ten wzrósł o ponad 5 p.p. W pozostałych gospodar-
kach poziom zamożności mieszkańców z biegiem czasu systematycznie
oddalał się od średniej PKB *per capita* wyznaczonej dla całej grupy dojrza-
łych państw europejskiego obszaru jednawalutowego. Największy wzrost
analizowanego wskaźnika zanotował Luksemburg (z 197,67% do
238,24%), natomiast najdrastyczniejszy spadek został zaobserwowany we
Włoszech, dla których PKB *per capita* w 1999 r. stanowił 98,06% średniej
PKB *per capita* i do 2010 r. miernik ten obniżył się aż o 10 p.p.

Powyższe badanie może stanowić zatem bardzo przejrzysty dowód na
istnienie zwiększających się dysproporcji w zakresie bogactwa ludności
poszczególnych krajów strefy euro. Warto również przyjrzeć się, jak na
tym tle wypadają dojrzałe gospodarki zrzeszone w ramach OECD. W okre-
sie 1999-2010, w 7 z 11 analizowanych krajów, miał miejsce proces kon-
wergencji ekonomicznej. Doganianie bogatszych gospodarek przybrało
stosunkowo intensywny charakter zwłaszcza w Szwecji (z 86,82% do
92,32%) oraz Australii (z 89,87% do 95,59%). Na drugim biegunie znajdu-
je się natomiast Norwegia, która pod względem stopnia zamożności miesza-
kańców znacznie wyprzedza inne badane państwa – jej PKB *per capita*
w 2010 r. wynosił 134,36% przeciętnej wartości PKB *per capita* dojrzałych
gospodarek OECD. W 1999 r. wskaźnik dla tego kraju kształtował się bli-
sko poziomu wyznaczonego przez średnią ważoną obliczoną dla wszyst-
kich krajów OECD objętych analizą.

ZAKOŃCZENIE

Badanie konwergencji realnej 9 dojrzałych gospodarek strefy euro na tle 11
wysokorozwiniętych gospodarek zrzeszonych w OECD wykazało, że na
przestrzeni lat 1999-2010 rysuje się wyraźna tendencja w kierunku dywer-
gencji ekonomicznej, a więc zwiększania się różnic w zakresie wysokości
PKB *per capita* między analizowanymi gospodarkami. Wydawałoby się, że
dojrzałe kraje strefy euro stanowią przykład bardziej jednorodnej grupy
państw niż wysokorozwinięte gospodarki OECD, które wykazują większe
zróżnicowanie pod względem m.in. geograficznego rozproszenia, stopnia
powiązań gospodarczo-handlowych czy rozwiązań instytucjonalnych
w porównaniu do państw zorganizowanych w Unii Gospodarczej i Walu-
towej. W dobie zintensyfikowanych procesów globalizacji oraz nieogranic-
zonego przepływu kapitału, technologii czy informacji powyższe czynniki
mogą tracić na znaczeniu w zjawisku wyrównywania poziomu dochodów
mieszkańców poszczególnych krajów.

W celu wyciągnięcia dokładniejszych oraz pełniejszych wniosków wynikających z procesów dywergencji ekonomicznej, które mają miejsce na terenie strefy euro, należałoby skierować dalsze badania ku analizie poszczególnych elementów składowych tworzących PKB danej gospodarki od strony wydatkowej tj. wielkość konsumpcji, inwestycji, wydatków rządowych, eksportu oraz importu przypadającego na jednego mieszkańca poszczególnych krajów. Badanie konwergencji przeprowadzone na takich wskaźnikach pozwoliłoby na obiektywną ocenę, które z nich są w głównej mierze odpowiedzialne za powiększanie się dysproporcji między stopniem zamożności dojrzałych państw strefy euro. Jak już zostało wielokrotnie podkreślone w niniejszej pracy, konwergencja realna oznacza proces wyrównywania się poziomu życia między badanymi obszarami. Wobec tego, wskazane jest również przeprowadzenie analizy innych parametrów, determinujących jakość życia w poszczególnych gospodarkach (w odróżnieniu od wcześniej analizowanych wskaźników o charakterze ilościowym). Do nich zaliczyć można m.in. stopę bezrobocia, wydajność pracy czy konkurencyjność gospodarki.

LITERATURA

- Adamczuk F., Adamczuk M., Michalczyk W. (2010), *Teoria i praktyka międzynarodowej integracji gospodarczej*, [w:] J. Rymarczyk (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Dąbrowski M.A., Kawa P., Szopa B. (2008), *Rola europejskiej integracji gospodarczej w kształtowaniu dochodu na poziomie makro- i mikroekonomicznym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Jones R.J. (ed.) (2001), *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*, Volume 2: Entries G-O, wyd. Routledge Taylor & Francis Group, London and New York.
- Kurkowiak B. (2008), *Proces konwergencji realnej w warunkach integracji walutowej*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Malaga K. (2004), *Konwergencja gospodarcza w krajach OECD w świetle zintegrowanych modeli wzrostu*, Wydawnictwo AE Poznań, Poznań.
- OECD Statistics (2012), <http://stats.oecd.org/>, (stan na 19.05.2012 r.)
- Tchorek G. (2008), *Konwergencja realna krajów peryferyjnych strefy euro*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Woźniak M.G. (2008), *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.

CZEŚĆ III

TRENDY INWESTYCYJNE W GLOBALNEJ GOSPODARCE

Sandra Rataj

PRAWNE ASPEKTY BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH W INDIACH

Słowa kluczowe: *bezpośrednie inwestycje zagraniczne, Indie, specjalne strefy ekonomiczne*

Abstrakt: Do końca lat 80. XX w. rząd Indii utrzymywał liczne obostrzenia prawne utrudniające napływ kapitału zagranicznego do kraju. Celem tych działań była ochrona rodzimego rynku. Jednak na początku lat 90. XX w. Indie stanęły w obliczu kryzysu finansowego. Zmusiło to rząd indyjski do podjęcia reform. Wprowadzona została „Nowa Polityka Przemysłowa”, która zakładała, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) są esencją dla modernizacji i przemysłowego rozwoju Indii. Polityka BIZ została stopniowo zliberalizowana w ciągu lat 90. (szczególnie po 1996 r.), a Indie stały się jednym z najbardziej atrakcyjnych krajów na świecie pod względem inwestycyjnym. Założeniem niniejszej pracy jest analiza uregulowań prawnych dotyczących podejmowania BIZ w Indiach. Do realizacji celu posłużono się analizą literatury polskiej i zagranicznej, a także analizą danych udostępnionych przez instytucje międzynarodowe oraz instytucje rządowe Indii.

LEGAL ASPECTS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN INDIA

Keywords: *foreign direct investment, India, special economic zones*

Abstract: By the end of the 80's of XX century the Indian government maintained a number of legal restrictions impeding the inflow of foreign capital into the country. Purpose of these measures was to protect the domestic market. But in the early 90's of XX century India face a financial crisis. This forced the Indian government to undertake reforms. The "New Industrial Policy" was introduced and it recognized that foreign direct investment (FDI) are essential for the modernization and industrial development of India. FDI policy has been gradually liberalized in the

90's (especially after 1996), and India became one of the most attractive countries in the world for investment. The aim of this study is to analyze the regulation of the taking of FDI in India. To conduct author used the analysis of Polish and foreign literature and analysis of data provided by international institutions and government bodies in India.

WPROWADZENIE

Współczesne Indie są jednym z najchętniej wybieranych państw na świecie w aspekcie podejmowania przez inwestorów bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Tempo napływu kapitału zagranicznego do Indii budzi ogromny podziw obserwatorów z całego świata, a także zazdrość wielu globalnych gigantów. Rząd Indii pokłada ogromne nadzieje w bezpośrednich inwestycjach, w których upatruje źródła szybkiego rozwoju gospodarczego dla państwa, wzorem cudu gospodarczego w Chinach. Celem niniejszej pracy będzie przybliżenie ewolucji polityki BIZ w Indiach, a także współczesnych regulacji prawnych, które bez wątpienia obok innych determinant atrakcyjności inwestycyjnej Indii (tj. taniej siły roboczej, dużego rynku zbytu, dużych zasobów specjalistów z branży IT) są jednym z podstawowych czynników stanowiących o tym, że tak wielu inwestorów decyduje się lokować kapitał w Indiach.

W 1947 r. Indie uwolniły się spod panowania Korony Brytyjskiej, proklamowały niepodległość i wkroczyły na drogę budowy systemu socjalistyczno-demokratycznego. Głównym założeniem ich polityki gospodarczej było osiągnięcie samowystarczalności poprzez centralne planowanie i rozwój sektora państwowego oraz ścisłą regulację niewielkiego sektora prywatnego, przy jednoczesnym zagwarantowaniu obywatelom wolności politycznej. Przez ponad 40 lat gospodarka indyjska pozostawała zamknięta przed inwestycjami zagranicznymi i chroniona przed konkurencją z innych państw wysokimi cłami oraz procedurami uzyskiwania zgody państwa na prowadzenie wszelkiej działalności gospodarczej. Choć realizowana przez rząd indyjski polityka miała doprowadzić do likwidacji ubóstwa i stworzenia potęgi gospodarczej, efekty były niemal odwrotne. Poziom życia obciążonej ogromnymi podatkami ludności (w latach 70. XX w. stawka krańcowa podatku od osób fizycznych sięgnęła 97,75%) nie uległ poprawie, zaś

wzrost gospodarczy utrzymywał się na stosunkowo niskim poziomie¹. Próby stworzenia autarkii nie powiodły się i pozostawiły indyjską gospodarkę daleko w tyle, podczas gdy sąsiedzi Indii prowadzący politykę otwartych drzwi osiągnęli imponującą prędkość rozwoju (tzw. „tygrysy azjatyckie”). Przełom w Indiach nastąpił, gdy po upadku ZSRR państwo ogarnął kryzys finansowy. Elity indyjskie obserwując gospodarkę chińską zrozumiały, że socjalizm gospodarczy nie jest właściwym rozwiązaniem (Aiyar, 2011, s. 2-3). Rząd podjął plan przeprowadzenia reform² stopniowo uwalniających gospodarkę spod kontroli państwa. Plan ten oprócz decentralizacji gospodarki i ograniczenia interwencjonizmu państwowego, obniżył cła i otworzył Indie na handel oraz inwestycje zagraniczne (Liberska, 2007). Od chwili wprowadzenia tych reform możemy zaobserwować znaczny wzrost napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Indii. Zmiany miały wielu przeciwników, którzy uważali, że korporacje transnarodowe będą miały destruktywny wpływ na rodzime przedsiębiorstwa i pogłębią ciężką sytuację najbiedniejszej części społeczeństwa. Obawy te nie potwierdziły się, czego najlepszym dowodem jest fakt, że ubóstwo w latach 1994-2010 spadło w Indiach o ponad 13%, alfabetyzm wzrósł o niespełna 22%, a płace w niektórych z najbiedniejszych stanów wzrosły na przestrzeni kilku ostatnich lat o więcej niż 50% (Aiyar, 2011, s. 1).

EWOLUCJA POLITYKI BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH W INDIACH

Regulacje dotyczące BIZ w Indiach mieszczą się w ramach polityki przemysłowej tego kraju. Pierwsza uchwała normująca tą kwestię została wprowadzona już w 1948 r. (zanim nawet ukończono prace nad konstytucją kraju) w dokumencie „Industrial Policy Resolution”. W uchwale tej zaznaczono, że napływ kapitału zagranicznego będzie oddziaływał w sposób pozytywny na postęp uprzemysłowienia państwa oraz że jest on niezbędny dla usprawnienia transferu technologii, ale dla dobra narodu powinien pozostawać pod ścisłą kontrolą Hindusów. Zarządzanie przedsiębiorstwem finansowanym przez zagranicznych inwestorów mogło pozostawać w rękach

¹ Poziom wzrostu gospodarczego, który przeciętnie utrzymywał się na poziomie 3-4% mógłby się wydawać wysoki dla krajów wysoko rozwiniętych, jednak trzeba zauważyć, że w Indiach przy takim wzroście gospodarczym jednocześnie postępował przyrost ludności na poziomie 2-2,5% w skali roku, co oznaczało zatem niewielki wzrost produktywności społeczeństwa (Zbytek, 2009).

² Plan ten został stworzony przez ówczesnego ministra P.V. Narasimha Rao pod hasłem „liberalizacja, prywatyzacja, globalizacja”.

kach obcokrajowców tylko przez krótki okres czasu (Athreya, Kapur, 1999, s. 3-5). Dokument ten był pierwszym krokiem w kierunku gospodarki socjalistycznej. W 1956 r. zastąpiono go nową uchwałą regulującą kwestie polityki przemysłowej Indii, która później była modyfikowana w zależności od uwarunkowań rynkowych oraz koncepcji rządu przez stosowne rozporządzenia³ w latach 1973, 1977 i 1980 (Nytko, 2009, s. 6).

Polityka Indii wobec bezpośrednich inwestycji zagranicznych zaczęła się zaostrzać z końcem lat 60. Wynikało to z obaw przed odplywem środków dewizowych, obcą dominacją gospodarczą, a także z zaniepokojenia wynikającego z międzynarodowego kryzysu walutowego, jaki miał miejsce w tamtym okresie. Początkowo regulacje Indii z zakresu BIZ dotyczyły tylko inwestycji, które miały dopiero wejść na rynek indyjski. Zatem korporacje transnarodowe, które już funkcjonowały w indyjskiej gospodarce mogły się rozwijać i różnicować swoje działania o ile nie wiązało się to z koniecznością wprowadzenia nowego kapitału zagranicznego. W 1968 r. rząd utworzył specjalną komisję ds. inwestycji zagranicznych – Foreign Investment Board (United Nations Centre on Transnational Corporation, 1992, s. 79-83). Z punktu widzenia BIZ bardzo istotne było rozporządzenie z 1973 r. (Foreign Exchange Regulation Act – FERA), na mocy którego wprowadzono ograniczenie, że maksymalny udział kapitału zagranicznego w przedsiębiorstwie nie może przekraczać 40%. Spowodowało to gwałtowny odpływ BIZ z Indii. W rozporządzeniu z 1977 r. umieszczono listę branż, w których jakiegokolwiek inwestycje zagraniczne zostały zabronione. Posiadanie 100% kapitału przedsiębiorstwa przez inwestorów zagranicznych zostało dozwolone jedynie dla sektorów wysoce zorientowanych na eksport lub najnowocześniejszych technologii. Co więcej, dla zapewnienia zrównoważonego rozwoju państwa zdecydowano nie wydawać inwestorom zagranicznym licencji na budowę jednostek przemysłowych w granicach metropolii posiadających więcej niż 1mln mieszkańców i obszarach miejskich liczących ponad 0,5 mln ludności (Jadhav, 2005).

Lata 80. XX w. przyniosły delikatne rozluźnienie w gospodarce indyjskiej. Państwo nieznacznie obniżyło cła, co podniosło wartość eksportu Indii. Jednak jeszcze szybciej rosły rozmiary importu, co skutkowało niekorzystnym bilansem handlowym, który w połączeniu z innymi problemami tj. rosnącym deficytem fiskalnym, kryzysem bilansu płatniczego oraz niekorzystną sytuacją zewnętrzną doprowadził do poważnego kryzysu gospodarczego w Indiach u progu lat 90. XX w. (Rothermund, 2010, s. 107-109). Stało się to iskrą zapalną dla zmian gospodarczych. W 1991 r. do władzy w Indiach doszedł nowy rząd, na czele którego stanął P.V. Narasimha Rao. Nowy premier z pomocą ministra finansów M. Singha, dokonał

³ Statement on Industrial Policy.

znacznej deregulacji gospodarczej i restrukturyzacji całego systemu, ale co najważniejsze otworzył gospodarkę indyjską na zagranicznych inwestorów (Zbytek, 2010, s. 78). „Nowa Polityka Przemysłowa” zakładała, że BIZ są esencją dla modernizacji oraz przemysłowego rozwoju Indii. Władze upatrywały w przyciągnięciu kapitału zagranicznego transferu technologii, nowoczesnych technik i wiedzy z zakresu zarządzania i marketingu, a także nowych możliwości rozwoju eksportu. Podstawową zmianą w zakresie BIZ było wprowadzenie automatycznej zgody dla inwestycji, o ile udział kapitału zagranicznego nie przekraczał 51% w przedsiębiorstwie dla 34 sektorów *high-tech*. W kolejnych latach liberalizacja polityki dotyczącej BIZ postępowała – w 1997 r. dozwolony udział kapitału zagranicznego w przedsiębiorstwie wynosił 74%, a lista sektorów objętych zgodą automatyczną liczyła 111. W 2000 r. została ona zniesiona, a na jej miejsce wprowadzono listę sektorów, w których nie można inwestować (tzw. lista negatywna). Od tej pory możliwym też stał się 100% udział kapitału zagranicznego w przedsiębiorstwie (Nytko, 2009, s. 7-8).

REGULACJE PRAWNE W ZAKRESIE BIZ W INDIACH W 2011 R.

Przez wiele lat regulacje prawne dotyczące BIZ w Indiach postrzegane były przez inwestorów jako istotna bariera inwestycyjna. Źródłem zawilości prawnych był obowiązujący po dzień dzisiejszy w Indiach, ustrój polityczny. Mianowicie Republika Indii jest państwem federalnym składającym się z 28 stanów i 7 terytoriów Unii. Choć Indie charakteryzują się silną władzą centralną, część kompetencji nadal pozostaje wyłącznie w rękach władz stanowych. Przez długi okres czasu władze stanowe miały znaczący wpływ na regulacje dotyczące BIZ. Jednak w procesie liberalizacji gospodarczej Indii zapoczątkowanej na początku lat 90. ujednolicono politykę BIZ dla wszystkich jednostek administracyjnych. Obecnie kwestie związane z BIZ w Indiach podlegają polityce przemysłowej stanowionej przez Departament Polityki Przemysłowej i Promocji (Department of Industrial Policy and Promotion – DIPP) w ramach Ministerstwa Handlu i Przemysłu oraz przez premiera. Przepisy regulujące BIZ oparte są na Ustawie o zarządzaniu obrotem dewizowym (Foreign Exchange Management Act – FEMA) z 1999 r. oraz rozporządzeniach i innych aktach normatywnych aktualizujących ten dokument na przestrzeni czasu. W celu uproszczenia zasad i przepisów, by były one bardziej zrozumiałe i przejrzyste dla zainteresowanych, DIPP zdecydował się od 2007 r. wydawać dwa razy w roku zbiorczy dokument – okólnik zawierający ogół skonsolidowanych aktualnych ustaw, rozporządzeń i objaśnień, a także notatek oraz informacji prasowych publikowanych

z polecenia Indyjskiego Banku Rezerw (Reserve Bank of India – RBI) dotyczących BIZ w Indiach (Invest India, 2012).

Na terytorium Indii bezpośrednią inwestycję zagraniczną podjąć mogą osoby niebędące rezydentami Indii (z wyłączeniem obywateli i jednostek zarejestrowanych w Pakistanie) pod warunkiem przestrzegania polityki BIZ tego państwa⁴. Planowanie podjęcia inwestycji w Indiach składa się z trzech etapów. Po pierwsze, trzeba ustalić czy proponowane przedsięwzięcie jest dozwolone i jeśli tak, to w jakim stopniu. Po drugie, należy dowiedzieć się czy niezbędne jest uzyskanie pozwolenia władz na wprowadzenie tej inwestycji. Po trzecie, powinno się określić formę prawną podmiotu będącego wynikiem całego proceduru.

Inwestor, który jest zainteresowany podjęciem działalności w Indiach musi przestrzegać zasad wejścia na rynek określony przez politykę bezpośrednich inwestycji zagranicznych tego państwa. Istnieją dwie procedury podjęcia BIZ na terenie Indii: ścieżka automatyczna oraz tryb pozwolenia rządowego. Inwestycje, które podlegają ścieżce automatycznej nie wymagają uprzedniej zgody, niemniej jednak przedsiębiorstwo będące przedmiotem BIZ zobowiązane jest do poinformowania specjalnie wydzielonego oddziału RBI o podjęciu BIZ w przeciągu 30 dni od daty wpływu środków pieniężnych na rachunek indyjskiego przedsiębiorstwa. Identycznie wygląda procedura w przypadku emisji obligacji przez przedsiębiorstwo indyjskie dla jednostek zagranicznych. Dokonać tego należy poprzez złożenie do RBI specjalnego formularza FC-GPR (Department of Industrial Policy and Promotion, Ministry of Commerce and Industry, Government of India, 2011, s. 30). BIZ podlegające trybowi pozwolenia rządowego wymagają zezwolenia Komisji ds. Rozwoju Inwestycji Zagranicznych (Foreign Investment Promotion Board – FIPB) przyznawanego na zasadzie *case to case*. Propozycja takiej BIZ musi zostać złożona na formularzu FC-IL razem z wymaganymi załącznikami (Invest India, 2012).

Prowadzenie BIZ w Indiach jest obecnie dopuszczalne w większości sektorów gospodarki do 100% udziału kapitału zagranicznego na drodze automatycznej zgody. Jednak nadal istnieją sektory, dla których inwestycje są całkowicie zabronione – dotyczy to grupy tzw. sektorów wrażliwych, do których zaliczane są:

- handel detaliczny (z wyjątkiem sklepów jednomarkowych);
- loterie i gry losowe;
- produkcja cygar, cygaretek i papierosów z tytoniu lub jego substytutów;
- hazard (w tym kasyna itp.);

⁴ Dodatkowe obostrzenia dotyczą obywateli oraz jednostek gospodarczych zarejestrowanych w Bangladeszu, Nepalu i Butanie (Department of Industrial Policy and Promotion, Ministry of Commerce and Industry, Government of India, 2011, s. 13).

- rynek nieruchomości;
- obrót zbywalnych praw rozwoju (Trading in Transferable Development Rights – TDRs)⁵;
- tzw. *Chit Funds*⁶;
- tzw. przedsiębiorstwa *Nidhi*⁷;
- sektory zamknięte dla ogółu prywatnych inwestycji, np. Energia atomowa czy transport kolejowy (z wyłączeniem Mass Rapid Transport Systems⁸) (Department of Industrial Policy and Promotion, Ministry of Commerce and Industry, Government of India, 2011, s. 40).

Istnieją też pewne obostrzenia w innych sektorach gospodarki, m.in. produkcji zbrojeniowej, transporcie lotniczym, telekomunikacji, mediach, ubezpieczeniach, przedsiębiorstwach informacji kredytowej, giełdach towarowych, sektorze bankowym (Department of Industrial Policy and Promotion, Ministry of Commerce and Industry, Government of India, 2011 s. 41-76). Ponadto, specjalna zgoda wymagana jest, jeśli inwestor chciałby zlokalizować zakład przemysłowy w obrębie miasta liczącego ponad 1 mln mieszkańców⁹ lub w odległości do 25 km od granic miejskich.

Należy zauważyć, że proces liberalizacji polityki BIZ w Indiach nadal postępuje, co jest pozytywnie rokującym dla indyjskiej gospodarki procesem. Dla przykładu od 2011 r. dozwolono BIZ do 100% kapitału zagranicznego w części sektora rolnego, a mianowicie w dziedzinie rozwoju i produkcji nasion, hodowli zwierząt i ryb, akwakultury, a także usług związanych z przemysłem rolnym (UNCTAD, 2012). Co więcej, rząd Indii skłonny jest nawet do pewnych odstępstw w zakresie inwestycji w sektorach zakazanych, o których mowa była wcześniej. Tutaj przykładem jest

⁵ Zbywalne prawa rozwoju (Transferable Developing Rights – TDRs) – jest to mechanizm, którego celem jest ułatwienie organom rządowym bezproblemowego nabywania gruntów na rzecz realizacji projektów rozwijających infrastrukturę (tj. poszerzanie dróg, budowa metro, itp.) W zamian za zgodę na wykup danego gruntu przez państwo, prawomocny właściciel otrzymuje zbywalne prawa rozwoju, które umożliwiają rozbudowę nieruchomości. Zbywalne prawo rozwoju może zostać wtórnie sprzedane innej jednostce (Khan, 2011).

⁶ *Chit Fund* to rodzaj instrumentu finansowego, za pomocą którego jednostka zawiera umowę z grupą innych jednostek stanowiącą, że każde z nich będzie wpłacać określoną kwotę pieniędzy w okresowych ratach przez określony przedział czasu, dzięki czemu każdy z nich uzyska prawo do otrzymania nagrody pieniężnej na drodze losowania, licytacji lub w inny ustalony sposób (Chit Fund Department, 2010; Jago Investor, 2011).

⁷ Są to poza bankowe instytucje finansowe zajmujące się gromadzeniem depozytów i udzielaniem pożyczek. Ich cechą charakterystyczną jest to, że transakcje przeprowadzają tylko z osobami, które posiadają status ich członka (Reserve Bank of India, 2007).

⁸ Mass Rapid Transport Systems – szybka kolej miejska, której tory przebiegają w podziemiach lub ponad ulicami miasta.

⁹ Według spisu z 1991 r.

bilateralna umowa pomiędzy Indiami i Francją z 30 września 2008 r., dotycząca współpracy na rzecz rozwoju pokojowych zastosowań energii nuklearnej. Dzięki niej francuski koncern z branży energetyki jądrowej – Arvea we współpracy z hinduską spółką Nuclear Power Corporation, mógł podjąć się budowy elektrowni jądrowych na terenie Indii (Mosoń, 2009).

SPECJALNE STREFY EKONOMICZNE

Oprócz liberalizacji przepisów prawa dotyczących BIZ, rząd Indii poszukuje także innych pomysłów, które przyciągnęłyby kapitał zagraniczny do ich krajów. Najważniejszą z inicjatyw było wprowadzenie Ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych. Specjalna strefa ekonomiczna (Special Economic Zone – SEZ) to wyodrębniony z całości terytorium państwa obszar, w granicach którego prawo gospodarcze jest bardziej liberalne od powszechnie obowiązujących zasad, dzięki czemu jednostki prowadzące działalność gospodarczą na tym terytorium funkcjonują na preferencyjnych warunkach. Są to enklawy nie podlegające jurysdykcji władz celnych, co ma na celu zapewnić korzystne środowisko dla produkcji eksportowej, całkowicie zwolnionej z cła. Do nadrzędnych celów wprowadzania SEZ zalicza się: przyciąganie inwestycji zagranicznych, promowanie eksportu towarów i usług, tworzenie nowych miejsc pracy, a także rozwój infrastruktury (Dohrmann, 2008, s. 63).

Indie zawsze zdawały się rozumieć jak ogromne znaczenie dla rozwoju gospodarki ma promocja eksportu. Dlatego też, w roku 1965 utworzono tam pierwszą Strefę Produkcji Przeznaczoną do Eksportu (Export Processing Zone – EPZ) w miejscowości Kandla w stanie Gujarat. Do końca lat 90-tych rząd Indii utworzył jeszcze 7 takich stref, niemniej jednak, ich oferta okazała się nie być wystarczająco atrakcyjna, by przyciągać inwestorów, a co za tym idzie wpłynąć znacząco na wzrost eksportu. Wynikało to przede wszystkim z niejasnych zasad funkcjonowania EPZ, a także niewielkiej liczby funkcjonujących EPZ, które dodatkowo były słabo zaopatrzone w infrastrukturę i niewystarczająco powiązane szlakami logistycznymi z portami morskimi i lotniczymi (National Council of Applied Economic Research, 2009, s. 31-32). Niska efektywność EPZ podniosła głosy krytyki indyjskich ekspertów, którzy wskazywali na znacznie wyższą skuteczność specjalnych stref ekonomicznych funkcjonujących w Chinach. Jednak przez wiele lat rząd nie był zainteresowany adaptacją chińskich rozwiązań. Nową politykę SEZ wprowadzono w Indiach dopiero w kwiet-

niu 2000 r. jako część polityki eksport i importu¹⁰. Założeniem tej polityki było przyciągnięcie inwestorów przez tworzenie specjalnych obszarów charakteryzujących się wysokiej klasy infrastrukturą, a także atrakcyjnym pakietem fiskalnym. Za pomysłodawcę utworzenia specjalnych stref ekonomicznych w Indiach uważany jest M. Maran, były minister przemysłu, którego zainspirowały specjalne strefy ekonomiczne funkcjonujące w Chinach. W 2004 r. podjęto prace nad Ustawą o specjalnych strefach ekonomicznych („Special Economic Zones Act”), którą ostatecznie uchwalono w 2005 r.¹¹, a w 2006 r. wydano pakiet przepisów wykonawczych (Rothermund, 2010, s. 113). Nowa ustawa znacznie uprościła zasady zakładania i funkcjonowania SEZ, dzięki czemu ich liczba w Indiach zdecydowanie wzrosła. Jeszcze w połowie 2005 r. było ich zaledwie 11, a obecnie jest blisko 150 funkcjonujących SEZ i ponad 900 wniosków o utworzenie SEZ rozpatrywanych przez Radę Zatwierdzenia (Board of Approval) (SEZ India, 2012). Tak duża ilość specjalnych stref ekonomicznych stanowi precedens w skali światowej.

Tabela 1. Liczba specjalnych stref ekonomicznych w Indiach w 2012 r.

Status prawny	Ilość
Funkcjonujące SEZ	143
Notyfikowane SEZ	382
Formalnie zatwierdzone SEZ	584
Wstępnie zatwierdzone SEZ	45

Źródło: opracowanie własne na podstawie SEZ India (2012).

W zależności od etapu rozpatrywania, na którym znajduje się złożony wniosek zaliczany jest on do jednej z trzech grup: na początku musi zostać wstępnie zatwierdzony, następnie uzyskuje zgodę formalną – na tym etapie wnioskodawca musi zakupić ziemię, i na końcu podanie zostaje oficjalnie zatwierdzone. Notyfikowane SEZ to takie, które przeszły proces zatwierdzenia i mogą rozpocząć swą działalność.

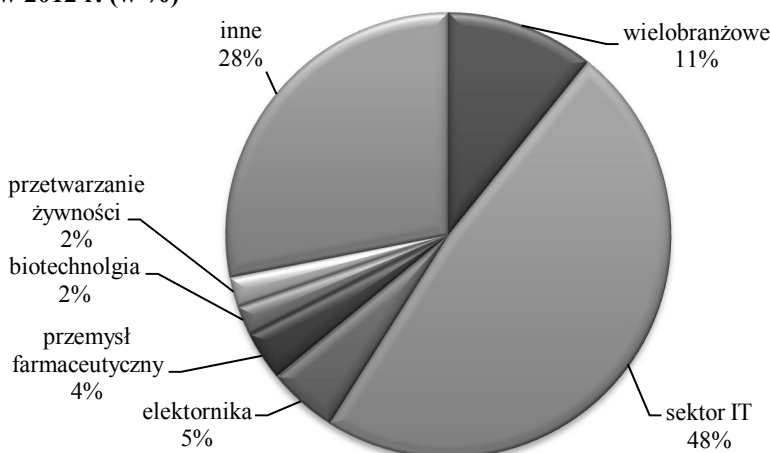
Jeśli chodzi o rozmieszczenie SEZ jest ono nierównomierne. Stany, w których utworzono najwięcej SEZ to: Andhra Pradesh, Maharashtra, Tamil Nadu, Karnataka, Gujarat i Haryana. Znaczna większość SEZ lokalizowana jest na południu kraju. Ponadto, można zauważyć, że skupiają się one w pobliżu dużych miast, a w szczególności niedaleko metropolii. Duża

¹⁰ Export-Import Policy (EXIM).

¹¹ Chodzi tu o ustawę obowiązującą we wszystkich jednostkach administracyjnych Indii, ponieważ wcześniej niektóre stany same wprowadziły ustawy dotyczące możliwości tworzenia SEZ – np. Gujarat w 2004 r.

liczba SEZ leży w pobliżu Delhi, Bombaju, Kalkuty, Bangalore, Hyderabad i Chennai. Czynnikiem warunkującym takie lokalizowanie SEZ jest potrzeba zapewnienia dobrze rozwiniętej infrastruktury potencjalnym przedsiębiorcom. Zaobserwować można również zagęszczenie SEZ wzdłuż linii brzegowej. O atrakcyjności tych obszarów decyduje łatwy dostęp do stosunkowo taniego transportu morskiego.

Wykres 1. Specjalne strefy ekonomiczne w Indiach w podziale na sektory w 2012 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie SEZ India (2012).

Jeśli chodzi o branże na jakie skierowane są SEZ to dominująca większość przeznaczona jest dla przedsiębiorstw działających w sektorze IT. Jednym z najważniejszych czynników kształtujących taki stan rzeczy są najmniejsze wymagania terytorialne dla utworzenia tego typu SEZ. Otóż utworzenie takiej strefy ekonomicznej zgodnie z indyjskim prawem wymaga jedynie 10 hektarów. Drugim czynnikiem jest bogata baza specjalistów z zakresu IT w Indiach. Na przestrzeni kilku ostatnich lat indyjskie uczelnie opuszcza najwięcej inżynierów informatyki na świecie. Obecnie jest ich już ponad milion. Ponadto indyjscy informatycy od lat słyną z wysokich kwalifikacji i szerokiej wiedzy branżowej. Świadczą o tym m.in. wyniki badań przeprowadzonych przez analityków firmy badawczej Evalueserve, według których w 1999 r. 24% informatyków pracujących w Krzemowej Dolinie¹² stanowili właśnie Hindusi.

¹² Znajdujące się w Kalifornii amerykańskie centrum nowoczesnych technologii. W Dolinie Krzemowej znajdują się siedziby największych korporacji z branży high-tech m.in.: Google, e-Bay, Yahoo!, Hewlett-Packard, Nvidia.

Najważniejsze zachęty, udogodnienia i zasady działania jednostek prowadzących działalność na terytorium specjalnych stref ekonomicznych w Indiach:

- jednostki funkcjonujące w SEZ mogą być wykorzystywane do działalności produkcyjnej, handlowej i usługowej;
- 15-letnia ulga podatkowa: 100% zwolnienia z podatku dochodowego od dochodu z eksportu przez 5 pierwszych lat, 50% przez kolejne 5 lat, a przez ostatnie 5 lat można uzyskać zwolnienie do 50% podatku dochodowego od dochodu z eksportu przeznaczonego na finansowanie inwestycji rozwojowych;
- brak wymogu licencji na import;
- zwolniony od cła import materiałów eksploatacyjnych, surowców, części zapasowych oraz dóbr inwestycyjnych;
- zwolniony od cła import materiałów eksploatacyjnych, surowców, części zapasowych oraz dóbr inwestycyjnych z rynku krajowego¹³;
- zwrot Centralnego Podatku od Sprzedaży (*Central Sales Tax*) z zakupów dokonanych na rynku krajowym oraz Podatku od Usług (*Service Tax*);
- system „jednego okienka” (*single window*) dla załatwienia wszelkich formalności i dokonywania opłat;
- zwrot podatku zapłaconego od oleju opałowego nabytego od krajowych przedsiębiorstw naftowych do jednostek w SEZ;
- przedsiębiorstwa działające w ramach SEZ mogą zachować na własne potrzeby 100% wpływów dewizowych;
- brak rutynowej kontroli celnej towarów importowanych i eksportowanych;
- SEZ zapewnia dostęp na swoim obszarze usług pomocniczych, np. bank, poczta, itp.;
- w pełni uzbrojone działki, gotowe do zabudowy;
- pełna swoboda zlecenia podwykonawstwa firmom krajowym i zagranicznym;
- 100% BIZ dozwolonych na podstawie ścieżki automatycznej dla wszystkich działalności produkcyjnych z wyłączeniem: produkcji broni i amunicji, materiałów wybuchowych i pokrewnych elementów wyposażenia obronnego, samolotów i okrętów wojennych, narkotyków, substancji psychotropowych, substancji atomowych, niebezpiecznych substancji chemicznych, destylacji i warzenia napojów alkoholowych, produkcji cygar, papierosów i innych wyrobów tytoniowych;

¹³ Pojęcie rynek krajowy odnosi się tu do Indii.

- jak już wcześniej wspomniano jednym z nadrzędnych celów utworzenia SEZ w Indiach było zwiększenie wolumenu eksportu przy jednoczesnym zabezpieczeniu przedsiębiorstw krajowych przed zbyt dużą konkurencją, dlatego też jednostki działające w ramach SEZ mogą wywozić swoje produkty z Indii nie podlegając opłatom celnym; dozwolona jest również sprzedaż wyrobów wytworzonych na obszarach SEZ na rynku indyjskim wówczas jednak podlegają one opłatom celnym (National Council of Applied Economic Research, 2009, s. 33-34).

Przeciwnicy pomysłu wprowadzenia Ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych uważali, że SEZ nie przyciągną nowych BIZ do Indii, a jedynie przyczynią się do realokacji już istniejących, co przyniesie ogromne straty dla kraju. Już w pierwszym roku funkcjonowania ustawy inwestycje w granicach SEZ wyniosły około 5 mld USD, co stanowiło prawie 70% całkowitych BIZ przychodzących w tamtym roku (Bhatt, 2007). Z roku na rok systematycznie rośnie też wolumen eksportu wychodzącego z SEZ. Szczególnie po wejściu w życie Ustawy o SEZ.

Tabela 2. Wielkość eksportu generowanego przez specjalne strefy ekonomiczne w Indiach

Lata	Wartość (w mld INR)	Stopa wzrostu (w % w odniesieniu do roku poprzedniego)
2003-2004	138,54	32%
2004-2005	183,14	20%
2005-2006	228,40	25%
2006-2007	346,15	52 %
2007-2008	666,38	93%
2008-2009	996,89	50%
2009-2010	2 207,11	121%

Źródło: opracowanie własne na podstawie SEZ India (2012).

Jest to dowód na to, że polityka SEZ spełnia swoją rolę przyciągając wielu inwestorów zagranicznych i ożywiając gospodarkę. Trzeba jednak zauważyć także jak wiele wiąże się z nimi kontrowersji. Najwięcej sporów i obaw budzi kwestia ziem. Obliczono, że 2,7% ogółu gruntów ornych Indii objętych zostało procesem ich przekształcania w SEZ (Ray, 2010). Z punktu widzenia bezpieczeństwa żywnościowego stanowi to istotny problem w Indiach. Rosnące ceny żywności na rynkach światowych oraz spadek inwestycji publicznych w rolnictwo w połączeniu ze zmniejszającym się arealem dla celów rolnych mogą doprowadzić do klęski głodu. Druga kwestia związana z ziemią dotyczy wykupywania gruntów. Zgodnie z prawem

osoby posiadające ziemię, na których inwestor zamierza utworzyć SEZ są uprawnione do otrzymania stosownego odszkodowania. Jednak w Indiach istnieje wiele niezgodności i zawłołości dotyczących praw własności. Dotyczy to przede wszystkim rolników, którzy w świetle prawa nie mogą być właścicielami ziem, które uprawiają, ani na których wypasają inwentarz żywy zatem nie należy im się odszkodowanie. Co więcej Ustawa o Pozy-skiwaniu Gruntów z 1984 r. pozwala na przejmowanie ziem przeznaczonych dla użytku publicznego z użyciem siły, co było niejednokrotnie wykorzystywane w razie problemów z nabyciem ziem dla potrzeb SEZ. Za przykład mogą posłużyć zamieszki w Nandigram w Zachodnim Bengalu, gdzie w marcu 2007 r. doszło do starcia pomiędzy indyjską policją, a rolnikami i dzierżawcami odmawiającymi zrzeczenia się swoich ziem, w którym zgi-nęło 14 osób (Kennedy, 2012).

ZAKOŃCZENIE

Do roku 1991, kiedy to Indie prowadziły bardzo restrykcyjną politykę względem kapitału zagranicznego, napływ BIZ był nieznaczny. Władze w trosce o ochronę rynku krajowego oraz rodzimych przedsiębiorców celowo ograniczały możliwości podjęcia inwestycji na terytorium indyjskim zagranicznym inwestorom. Reformy podjęte w latach 90., które zliberalizowały gospodarkę Indii i których celem było zachęcenie korporacji transnarodowych oraz innych podmiotów zewnętrznych do lokowania kapitału w Indiach, przyniosły systematyczny napływ inwestycji z zagranicy. Dowodzą temu dane statystyczne. Średni roczny napływ BIZ do Indii w latach 1970-1989 wyniósł zaledwie 71 mln USD, w latach 1990-1999 około 1,5 mld USD, zaś w latach 2000-2010 aż 16,4 mld USD (UNCTAD, 2012).

Polityka ukierunkowana na przyciąganie inwestycji zagranicznych ma w Indiach zarówno wielu zwolenników jak i przeciwników. Jednym z podstawowych zarzutów przeciwko strategii ożywiania gospodarki poprzez przyciąganie BIZ jest kwestia ich nierównomiernej lokalizacji, która może zwiększać dysproporcje pomiędzy poszczególnymi regionami. Ponadto, nieproporcjonalny rozkład BIZ do poszczególnych sektorów gospodarki sprawia, że niedoinwestowane sektory hamują wzrost całości. Kolejnym zarzutem jest opinia, że w długim okresie duża część kapitału wypracowanego przez BIZ może odpłynąć za granicę. Co więcej, istnieje pogląd, że intensywny napływ kapitału do danego kraju zmniejsza rentowność inwestycji ogółem, a co za tym idzie zmniejsza efektywność inwestycji krajowych.

Zwolennicy polityki otwartych drzwi dla kapitału zagranicznego BIZ uważają, że wraz z imponującym wzrostem wartości inwestycji bezpośrednich w Indiach, rośnie PKB oraz poziom życia ludności tego kraju. Ponadto, w związku z tym, że jedną z zalet BIZ jest transfer technologii, również poziom rozwoju technicznego kraju znacznie wzrósł. Dzięki postępującemu procesowi globalizacji oraz szybkiej absorpcji nowoczesnych technologii Indie wykorzystując swoją przewagę konkurencyjną w postaci niskich kosztów pracy stały się największym centrum outsourcingowym na świecie. Dane statystyczne, które nie zostały zaprezentowane w niniejszym artykule z uwagi na ograniczenie długości artykułu, potwierdzają tezę zwolenników liberalnej polityki BIZ.

LITERATURA

- Aiyar S.A. (2011), *The Elephant That Became a Tiger*, "Center for Global Liberty & Prosperity", nr 13/2011.
- Athreye S., Kapur S. (1999), *Private Foreign Investment in India*, <http://www.econ.bbk.a> (stan na 12.12.2011 r.).
- Bhatt S. (2007), *Rivalry between business houses has blown up the SEZ issue*, <http://www.rediff.com/money/2007/feb/21sez.htm> (stan na 18.01.2012 r.).
- Chit Fund Department (2010), <http://chitfund.delhigovt.nic.in>, (stan na 20.02.2012 r.).
- Department of Industrial Policy and Promotion, Ministry of Commerce and Industry, Government of India (2011), *Consolidated FDI Policy*, New Delhi.
- Dohrmann J. A. (2008), *Special Economic Zones in India – An Introduction*, "ASIEN", nr 106/2008.
- Invest India (2012), <http://www.investindia.gov.in>, (stan na dzień 15.01.2012 r.)
- Jadhav N. (2005) *Indian Industrial Policy Since 1956*, Gale Encyclopaedias.
- Jago Investor (2011), <http://www.jagoinvestor.com>, (stan na 20.12.2011 r.).
- Kennedy L. (2010), *India's Controversial Special Economic Zone Policy*, <http://www.reseau-asie.com/edito-en/symposium-conference/special-economic-zone-sez-india/>, (stan na 25.01.2012 r.).
- Khan P. (2011), *Differences Between Transferable Development Rights in Karnataka and Maharashtra*, <http://pxvlaw.wordpress.com/2011/05/17/differences-between-transferable-development-rights-in-karnataka-and-maharashtra/>, (stan na 01.05.2012 r.).
- Liberska B. (2007), *Indie spod znaku liberalizacji, prywatyzacji i globalizacji*, <http://www.pte.pl/pliki/2/12/Indie.pdf>, (stan na 28.11.2012 r.).
- Mosoń J. (2009), *Jak inwestować w Indiach?* <http://www.gazetafinansowa.pl/index.php/prawo-i-biznes/1999-jak-inwestowa-w-indiach.html>, (stan na 29.12.2011 r.).
- National Council of Applied Economic Research (2009), *FDI in India and its Growth Linkages*, New Delhi.

- Nytko M. (2009), *Uwarunkowania prawne bezpośrednich inwestycji w Indiach*, Instytut Rozwoju Przedsiębiorstw, Kraków.
- Ray P.S. (2010), *Political Geography of Special Economic Zones in India and Mass Resistance*, <http://revolutionaryfrontlines.wordpress.com/2010/10/28/political-geography-of-special-economic-zones-in-india-and-mass-resistance/#more-11748>, (stan na 25.01.2012 r.).
- Reserve Bank of India (2007), *Manual on Financial and Banking Statistics*, Mumbai.
- Rothermund D. (2010), *Indie. Nowa Azjatycka Potęga*, Wydawnictwo Akademickie DIALOG, Warszawa.
- SEZ India (2012), <http://www.sezindia.nic.in>, (stan na 1.02.2012 r.).
- UNCTAD (2012), <http://unctadstat.unctad.org>, (stan na 20.03.2012 r.).
- United Nations Centre on Transnational Corporation (1992), *Foreign Direct Investment and Technology Transfer in India*, United Nations, New York
- Zbytek D.S. (2009), *Bezdroża reform ekonomicznych w Indiach*, <http://www.polska-azja.pl/2009/03/16/bezdroza-reform-ekonomicznych-w-indiach/> (24.11.2011 r.).
- Zbytek D.S. (2010), *Azja Południowa: Tygiel Islamu i Globalizacji*, Rambler, Warszawa.

Magdalena Kuczmarśka

BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE ZAGRANICZNE TYPU GREENFIELD I BROWNFIELD W POLSCE W LATACH 2003-2011

Słowa kluczowe: *bezpośrednie inwestycje zagraniczne, inwestycje typu greenfield, inwestycje typu brownfield*

Abstrakt: W artykule przedstawiono zmiany w skali bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) typu *greenfield* i *brownfield* w Polsce w latach 2003-2011, ukazując, że w czasie kryzysu finansowego nastąpiło odwrócenie preferencji inwestorów na rzecz fuzji i przejęć. Scharakteryzowano inwestorów dokonujących inwestycji typu *greenfield* oraz *brownfield* ze względu na rodzaj prowadzonej działalności oraz kraj pochodzenia. Analizy skali i struktury BIZ dokonano w oparciu o dane Konferencji Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju (United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD) oraz Głównego Urzędu Statystycznego. Opisano także sposoby wejścia inwestora do kraju przyjmującego, zwracając szczególną uwagę na wady oraz zalety obu form.

GREENFIELD AND BROWNFIELD FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN POLAND IN THE YEARS 2003-2011

Keywords: *foreign direct investment, greenfield investment, brownfield investment*

Abstract: The article presents the change in the scale of foreign direct investment (FDI) in greenfield and brownfield projects in Poland in the years 2003-2011, showing that during the financial crisis investors preferences was reversed for mergers and acquisitions. The paper shows Greenfield and brownfield investors due to type of activity and country. Based on data of United Nations Conference on

Trade and Development (UNCTAD) and Central Statistical Office was made analysis of scale and structure. Also describes ways to enter in the host country, paying particular attention to the advantages and disadvantages of both forms.

WPROWADZENIE

Inwestycje zagraniczne napływające do danej gospodarki krajowej są dla niej dodatkowym źródłem oszczędności niwelującym lukę między wielkością krajowych inwestycji a poziomem wewnętrznych oszczędności. Oszczędności zagraniczne powiększają zatem inwestycje krajowe, co przyczynia się do podniesienia stopy wzrostu dochodu i dobrobytu (Liberda, 1999, s. 11-12). Takiego zasilenia kapitałowego potrzebuje także polska modernizująca się gospodarka.

Literatura przedmiotu dotycząca napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski jest dość obszerna. Jednak niewiele uwagi poświęca się analizie tego zjawiska pod względem sposobu wejścia inwestora zagranicznego do kraju lokaty. W niniejszej pracy skupiono się zatem na przybliżeniu dwóch form bezpośrednich inwestycji zagranicznych – inwestycji typu *greenfield* i inwestycji typu *brownfield*.

SPOSOBY WEJŚCIA INWESTORA ZAGRANICZNEGO DO KRAJU PRZYJMUJĄCEGO

Powszechnie wyróżnia się dwie zasadnicze formy inwestycji zagranicznych: inwestycje bezpośrednie i inwestycje pośrednie, określane także jako portfelowe bądź finansowe (Karaszewski, 2004, s. 19).

W ramach inwestycji portfelowych nabywane są udziałowe i dłużne papiery wartościowe emitentów zagranicznych. Zakup ten ma przynieść określone dochody w efekcie wzrostu wartości tych produktów bądź z tytułu oprocentowania czy dywidendy, natomiast jego celem nie jest uzyskanie możliwości udziału w zarządzaniu podmiotem emitenta. Inwestycje pośrednie mają najczęściej charakter krótkookresowy (Karaszewski, 2004, s. 19). Współtworzą one krajowe rynki papierów wartościowych i umacniają lokalną infrastrukturę finansową. Zagraniczne inwestycje portfelowe, zwiększając kapitał przedsiębiorstw krajowych, przyczyniają się do wzrostu ich konkurencyjności. Jednakże mogą nieść ze sobą istotne zagrożenia dla gospodarki kraju przyjmującego. Powodują bowiem duże wahania przepływów i możliwość wystąpienia ataków spekulacyjnych, które mogą osłabiać walutę krajową (Liberda, 1999, s. 14-15).

Najczęściej jednak przedsiębiorstwa działające w skali międzynarodowej, decydując się na trwałe zaangażowanie środków w działalność produkcyjną, handlową czy usługową w kraju goszczącym, wybierają drogę bezpośrednich inwestycji zagranicznych (Róžański, 2010, s. 28). W. Karaszewski definiuje bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako „lokaty kapitału dokonywane poza granicami kraju osiedlenia inwestora dla podjęcia tam działalności gospodarczej od podstaw lub nabycia praw własności do istniejącego przedsiębiorstwa w skali umożliwiającej bezpośredni udział w zarządzaniu”¹ (2004, s. 19). W efekcie tego międzynarodowego obrotu kapitału następuje nie tylko transfer środków finansowych, ale także konkretnych dóbr inwestycyjnych. Są to zatem inwestycje o charakterze majątkowym i długookresowym².

Inwestor zagraniczny, decydując się na prowadzenie samodzielnej działalności gospodarczej za granicą, ma do wyboru dwa sposoby wejścia do kraju przyjmującego (Karaszewski, 2004, s. 25):

- inwestycję podejmowaną od podstaw (*greenfield investment*),
- nabycie udziałów (akcji) w działającej spółce bądź zakup przedsiębiorstwa państwowego lub jego zorganizowanej części (*brownfield investment*).

Inwestycje typu *greenfield* podejmowane są przez przedsiębiorstwa, które finansują utworzenie w kraju docelowym zupełnie nowej jednostki gospodarczej poprzez budowę obiektów, ich wyposażenie (Gorynia, 2007, s. 133). Utworzenie od podstaw nowego podmiotu (filii) za granicą jest przykładem strategii wzrostu wewnętrznego (endogenicznego), który opiera się na własnych zasobach przedsiębiorstwa. Dzięki temu cały proces przybiera bardziej stopniowy i ewolucyjny charakter (Karaszewski, Szalucka, 2011, s. 23).

Według J. Rymarczyka (2004, s. 191-192) podejmowanie inwestycji od podstaw może przynieść szereg korzyści. Wśród nich wyróżnić można przede wszystkim:

- korzyści integracyjne – budowa nowego zakładu pozwala dostosować go do technicznych i ekonomicznych wymogów całego przedsiębiorstwa,

¹ Według Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) bezpośredni udział w zarządzaniu zapewnia inwestorowi objęcie co najmniej 10% udziałów (akcji) przedsiębiorstwa.

² Nakłady początkowe ponoszone w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a w szczególności w przypadku inwestycji realizowanych od podstaw, są bardzo wysokie. Oznacza to, że inwestorzy bezpośredni nastawieni są na osiągnięcie dochodów w długim okresie.

- korzyści związane z możliwością zastosowania w budowanym zakładzie nowoczesnej technologii, co pozwala uniknąć problemów z wdrożeniem nowej technologii w już istniejącym obiekcie;
- korzyści wynikające z możliwości optymalizacji rozmiarów i struktury zatrudnienia,
- przychylne nastawienie rządów oraz opinii publicznej kraju goszczącego związane z wieloma pozytywnymi efektami tego typu inwestycji m.in. powstaniem nowych miejsc pracy, intensyfikacją konkurencji. Ponadto w przypadku pojawienia się dużych inwestycji tego typu, tj. inwestycji korporacji transnarodowych, uznawane są one za inwestycje dające największe efekty *spill-overs*, szczególnie w zakresie transferu technologii (Bojar, 2001, s. 22).

W rezultacie inwestycje typu *greenfield* stanowią najbardziej wartościową formę inwestycji dla gospodarki kraju przyjmującego. Skłania to rządy państw do rywalizacji w ich pozyskiwaniu³ przy jednoczesnym okazywaniu restrykcyjnego nastawienia w stosunku do fuzji i przejęć (Szałucka, 2009, s. 36). Dużą zachętę dla inwestorów stanowią Specjalne Strefy Ekonomiczne oferujące bardzo atrakcyjne warunki podatkowe oraz infrastrukturalne w zamian za zainwestowanie określonego kapitału oraz zatrudnienie pracowników na ich terenie (Stawicka, 2007, s. 24).

Jednakże inwestycje te mogą okazać się dość kłopotliwe dla inwestora. Niekiedy niewłaściwy wybór lokalizacji zakładu może generować dodatkowe koszty związane z uzbrojeniem terenu, doprowadzeniem odpowiednich mediów, budową dróg czy oczyszczalni. Ponadto inwestor zagraniczny może również napotkać trudności przy zakupie nieruchomości. Potwierdzają to wyniki przeprowadzonego przez B. Stolińską (2011, s. 107) badania, w którym przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego, które nabyły nieruchomości w Polsce jednomyślnie zaświadczały, że napotkały trudności przy zakupie nieruchomości na terenie naszego kraju. Problemy te najczęściej były związane z barierą językową, biurokracją administracyjną, niezyczliwością urzędników i zbyt skomplikowanymi procedurami prawnymi.

Alternatywą dla inwestycji typu *greenfield* są inwestycje typu *brownfield*. Inwestor zagraniczny, decydując się na inwestycję *brownfield*, początkowo nabywa istniejące przedsiębiorstwo, a następnie przekształca je w praktycznie nową jednostkę poprzez przebudowę lub rozbudowę zakładu, wymianę urządzeń, technologii, kadry pracowniczej i asortymentu produktów. Inwestycje tego typu stanowią jedną z form wzrostu zewnętrznego

³ Odmienne było w latach 90., kiedy to państwo polskie preferowało wykup już istniejących przedsiębiorstw jako formę zapewniającą największe wpływy do budżetu (Wolniak, 1999, s. 129).

(egzogenicznego), prowadzącą do zwiększenia potencjału przedsiębiorstwa dzięki zasobom spoza firmy. Przyczynia się to do skokowej zmiany potencjału firmy (Karaszewski, Szałucka, 2011, s. 23). Jak podaje M. Gorynia, autorzy zajmujący się tematyką bezpośrednich inwestycji zagranicznych – Meyer i Estrin, ściśle wiążą tę formę inwestycji z transformacją ekonomiczną krajów postkomunistycznych, gdzie szczególnie popularne były przejścia przedsiębiorstw państwowych przez przedsiębiorstwa zagraniczne (Gorynia, 2007, s. 133).

Według J. Rymarczyka inwestor rozważa przejście istniejącego zakładu, jeżeli jego celem jest (2004, s. 191):

- uzyskanie miejscowej nowoczesnej technologii,
- pozyskanie udziału w rynku przedsiębiorstwa przejmującego i wyeliminowanie konkurenta,
- krótszy czas zwrotu zaangażowanego kapitału niż w przypadku inwestycji realizowanej od podstaw,
- pozyskanie udziału w rynku już w chwili zakupu zakładu, co nie powoduje powstania dodatkowych mocy produkcyjnych, a tym samym unika się napięcia konkurencyjnego na rynku i ewentualnej wojny cenowej.

Inwestycje typu *greenfield* najczęściej dokonywane są przez przedsiębiorstwa działające w przemysłach innowacyjnych i rozwijających się (chemia, farmacja, komputery, elektronika), natomiast inwestycje typu *brownfield* są domeną dojrzałych i stagnacyjnych branż (produkcja napoi, środków żywności, papieru i budowa maszyn) (Rymarczyk, 2004, s. 192).

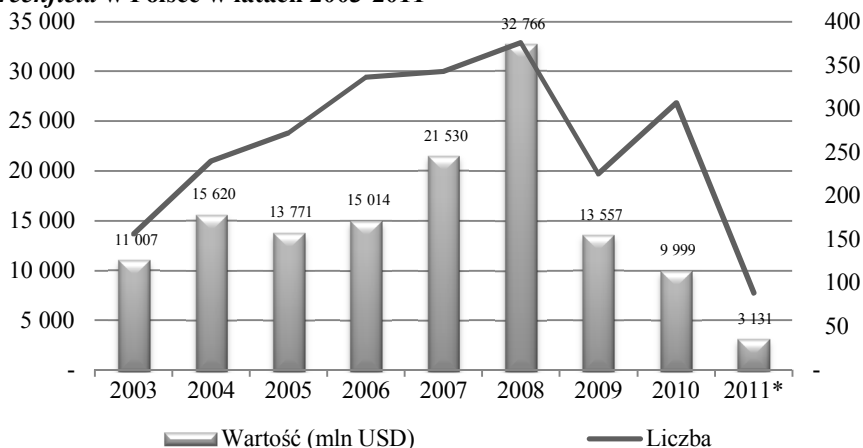
SKALA INWESTYCJI TYPU *GREENFIELD* I *BROWNFIELD* W POLSCE

Wśród inwestycji zagranicznych zrealizowanych w Polsce od 2003 roku największy udział przypadają inwestycjom typu *greenfield*. Według danych UNCTAD (2011, s. 199, 210) bezpośrednie inwestycje zagraniczne dokonywane drogą zakupu już istniejących przedsiębiorstw w Polsce w 2010 roku stanowiły około 17%.

Wielkość napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w znacznej mierze zależy od fazy cyklu koniunktury. W okresach dobrej koniunktury gospodarczej wielkość napływających inwestycji wzrasta, natomiast w okresie spowolnienia gospodarczego – spada. W Polsce w latach 2006-2007 wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych oscylowała w granicach od 15,7 mld EUR do 17,2 mld EUR, następnie w początkowym okresie kryzysu w latach 2008-2009 utrzymywała się na poziomie 10 mld EUR, a w roku 2010 osiągnęła wartość 6,7 mld EUR, co oznaczało spadek o pra-

wie 40% w stosunku do roku 2007 (Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, s. 9). Wartość oraz liczbę bezpośrednich inwestycji zagranicznych napływających do Polski w latach 2003-2011 w podziale na inwestycje typu *greenfield* i *brownfield* zaprezentowano na wykresach 1. i 2.

Wykres 1. Liczba oraz wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu *greenfield* w Polsce w latach 2003-2011



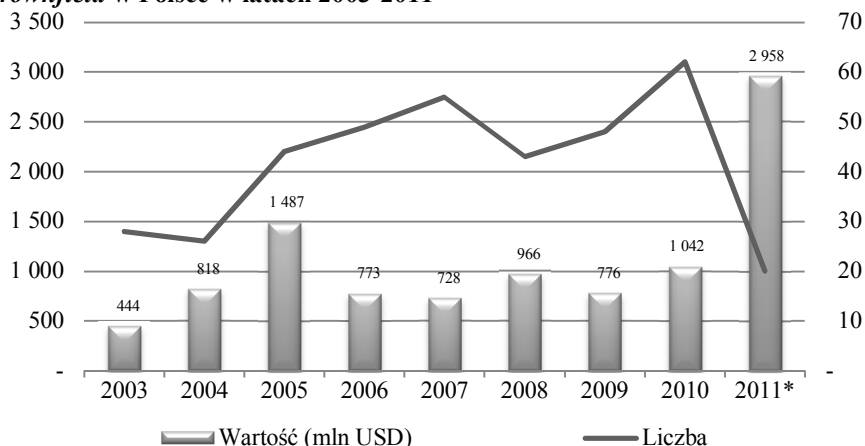
* rok 2011 obejmuje okres od stycznia do maja.

Źródło: opracowanie własne na podstawie UNCTAD (2011, s. 206, 210).

Od 2005 roku wartość oraz liczba inwestycji zagranicznych typu *greenfield* napływających do Polski systematycznie wzrastała, aż do roku 2008, kiedy zarejestrowano najwyższą liczbę tego typu transakcji – 376 o łącznej wartości prawie 33 mld USD. W 2009 roku, w wyniku globalnego kryzysu finansowego, nastąpiło zarówno obniżenie liczby inwestycji realizowanych od podstaw o prawie 40%, jak i ich wartości o niemal 60% w stosunku do roku poprzedniego. W roku 2010 odnotowano wzrost inwestycji *greenfield* o ponad 36% w stosunku do roku poprzedniego. Jednakże były to inwestycje drobne i średnie, a ich łączna wartość spadła poniżej 10 mld USD (UNCTAD, 2011, s. 206, 210). Według raportu sporządzonego przez Financial Times w 2011 roku Polska zajęła szóste miejsce wśród krajów europejskich pod względem liczby powstałych inwestycji *greenfield* (227 projektów) (Financial Times, 2012, s. 7). Największy spadek inwestycji odnotowały Niemcy (-22% w stosunku do roku 2010) i Rosja (-16%), natomiast największym wzrostem mogły poszczycić się: Holandia (+29%), Irlandia (+22%), Rumunia (+20%) oraz Wielka Brytania (+13%), która od lat przoduje pod względem liczby inwestycji *greenfield*.

Inwestycje typu *brownfield* w Polsce charakteryzowały się znacznie mniejszą liczbą i wartością transakcji niż inwestycje typu *greenfield* (wykres 2.).

Wykres 2. Liczba oraz wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu *brownfield* w Polsce w latach 2003-2011



* rok 2011 obejmuje okres od stycznia do maja.

Źródło opracowanie własne na podstawie UNCTAD (2011, s. 195, 199).

Do roku 2007 liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu *brownfield* powoli wzrastała. Mimo to ich wartość w 2007 roku zmalała w stosunku do roku 2006 o około 6%. Był to okres początkowej fazy globalnego kryzysu finansowego. Wówczas to inwestorzy zwrócili się w stronę transakcji fuzji i przejęć, korzystając z możliwości nabycia akcji po znacznie niższych cenach. Od 2008 roku liczba inwestycji *brownfield* ponownie zaczęła wzrastać, osiągając już na początku 2011 roku rekordową wartość prawie 3 mld USD. Największą transakcją było przejęcie Banku BZ WBK przez hiszpańską firmę Santander. Jej wartość wyniosła 16,5 mld PLN (Forbes, 2012).

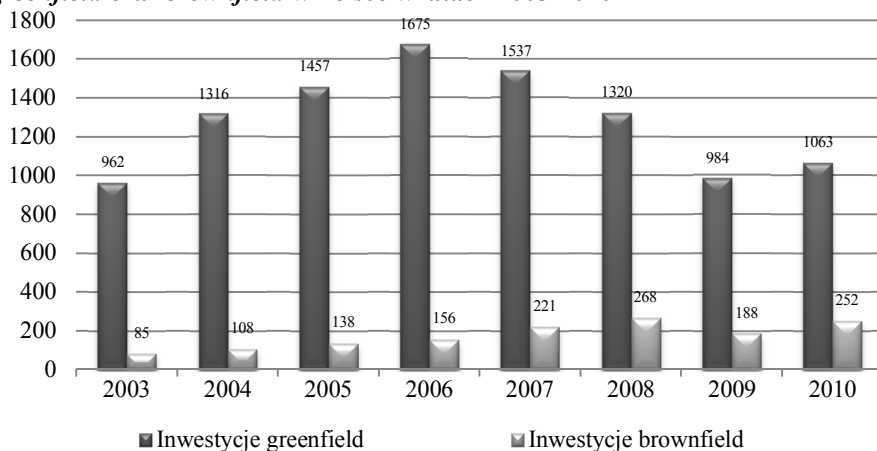
STRUKTURA BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH TYPU *GREENFIELD* I *BROWNFIELD* W POLSCE

Dane o branżowym i regionalnym rozkładzie bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu *greenfield* oraz *brownfield* publikuje Główny Urząd Statystyczny. Jednakże instytucja ta w swoich rapor-

tach o przedsiębiorstwach zagranicznych uwzględnia wszystkie podmioty, w których wystąpił jakikolwiek kapitał zagraniczny, nie trzymając się rygorystycznie definicji BIZ przyjętej przez OECD (Dziemianowicz, s. 2). Zatem dane GUS w znacznym stopniu odbiegają od danych podanych przez UNCTAD.

Liczbę powstałych w Polsce podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego w drodze inwestycji od podstaw oraz w wyniku przekształceń w latach 2003-2010 według GUS przedstawiono na wykresie 3.

Wykres 3. Podmioty z kapitałem zagranicznym powstałe w drodze inwestycji *greenfield* oraz *brownfield* w Polsce w latach 2003-2010

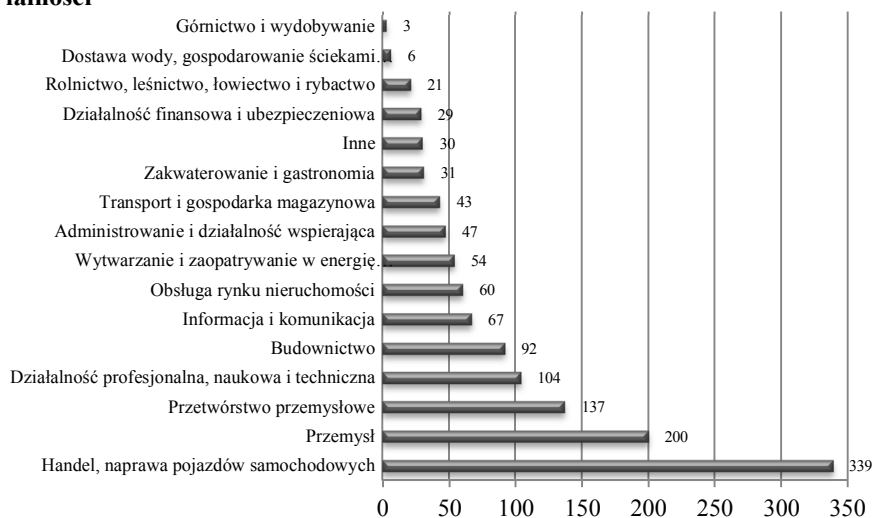


Źródło: opracowanie własne na podstawie: GUS (2011, s. 29; 2010, s. 29; 2009, s. 29; 2008, s. 29; 2007, s. 29; 2006, s. 23; 2005, s. 23; 2004, s. 23).

Zdecydowana większość podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce powstała poprzez inwestycje *greenfield*. Corocznie, w drodze tego typu inwestycji, na polskim rynku pojawia się około tysiąca przedsiębiorstw. Rekordowy pod tym względem okazał się rok 2006, w którym pojawiło się 1675 nowych podmiotów gospodarczych. W 2010 roku utworzono 1063 nowe jednostki z kapitałem zagranicznym, czyli o 8% więcej niż w roku poprzednim. Najwyższy ich udział zaobserwowano w handlu i naprawie pojazdów samochodowych – prawie 32%, przemyśle (głównie w przetwórstwie przemysłowym) – 19% oraz w działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej – 10% (wykres 4.). W latach 2005-2007 wśród nowych podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego najwięcej było tych,

które zajmowały się obsługą nieruchomości i firm (GUS, 2008, s. 29; GUS, 2007, s. 29; GUS, 2006, s. 23).

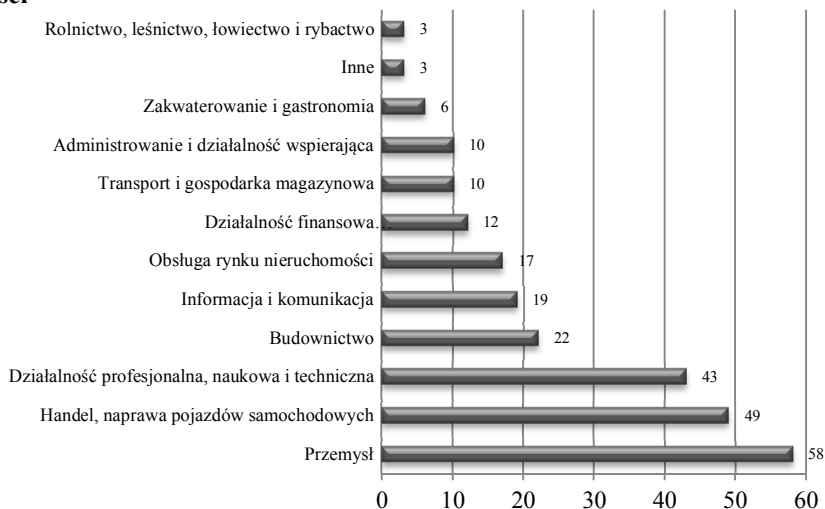
Wykres 4. Podmioty z kapitałem zagranicznym powstałe w drodze inwestycji typu *greenfield* w Polsce w roku 2010 w podziale na rodzaj prowadzonej działalności



Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS (2011, s. 29).

W 2010 roku w strukturze bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu *brownfield* dominowały spółki działające w przemyśle (głównie w przetwórstwie przemysłowym) – 28%, handlu i naprawie pojazdów samochodowych – 22% oraz działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej – 19,5% (wykres 5.). Podobnie, jak w przypadku inwestycji typu *greenfield*, we wcześniejszych latach wśród podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce dominowały spółki z sekcji obsługi nieruchomości i firm oraz przetwórstwa przemysłowego.

Wykres 5. Podmioty z kapitałem zagranicznym powstałe w drodze inwestycji typu *brownfield* w Polsce w roku 2010 w podziale na rodzaj prowadzonej działalności



Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS (2011, s. 29).

W Polsce w 2010 roku swój kapitał ulokowali inwestorzy zagraniczni ze 116 krajów. Wśród nich aż 88% pochodziło z krajów Unii Europejskiej. Największy udział zainwestowanego kapitału przypadł Niderlandom (18,8% kapitału zagranicznego ogółem), Francji (18,5%) oraz Niemcom (18,3%). 70% kapitału niderlandzkiego ulokowano w przetwórstwie przemysłowym oraz w handlu i naprawie pojazdów samochodowych (odpowiednio 38,4% i 30,8%). Dominującą dziedziną działalności inwestorów francuskich była informacja i komunikacja, w której zaangażowano 34,4% kapitału. W handlu i naprawie pojazdów samochodowych ulokowano 29,8% kapitału francuskiego, a w przetwórstwie przemysłowym – 18,0%. Kapitał niemiecki zaangażowano głównie w przetwórstwie przemysłowym (34,2%) oraz w handlu i naprawie pojazdów samochodowych (26,3%) (GUS, 2011, s. 16-17).

Do grona regionów, które wzbudzają największe zainteresowanie inwestorów zagranicznych można zaliczyć województwa: mazowieckie, dolnośląskie, wielkopolskie, śląskie i małopolskie. Niestety istnieją także województwa, które od lat wykazują się wręcz znikomą aktywnością w pozyskiwaniu inwestorów zagranicznych. W 2010 roku najmniej podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego pojawiło się w województwach: podlaskim (0,6% ogółu powstałych jednostek) oraz świętokrzyskim (0,86%) (GUS, 2011, s. 57).

W 2010 roku prawie połowę kapitału zagranicznego ulokowano w województwie mazowieckim (49,7%). Największe wydatki inwestycyjne w tym regionie ponieśli inwestorzy z Niderlandów, Francji i Niemiec. W kolejnych czterech województwach – dolnośląskim, wielkopolskim, śląskim i małopolskim skupiona była jedna trzecia kapitału zagranicznego (33,4%). W województwie dolnośląskim przeważał kapitał niemiecki (44%), w wielkopolskim – również niemiecki (36%) i holenderski (20,7%), w śląskim – niemiecki (26,8%) oraz włoski (22%), a w małopolskim – niemiecki (28,5%), francuski (13,7%) i austriacki (11,3%). Udział kapitału zagranicznego w każdym z pozostałych 11 województw nie przekroczył 3% łącznej wartości tego kapitału ulokowanego w Polsce. Największą, ponad 10% dynamikę przyrostu kapitału zagranicznego w stosunku do roku poprzedniego odnotowano w województwach: podlaskim (o 39,5%), lubelskim (o 23,7%), kujawsko-pomorskim (o 10,8%). Spadek wartości kapitału zagranicznego zanotowano w pięciu województwach: lubuskim (o 15,3%), małopolskim (o 4,4%), świętokrzyskim (o 3,1%), podkarpackim (o 2,5%) i warmińsko-mazurskim (o 1,9%). Jest to wynik o wiele gorszy niż przed rokiem, kiedy to zanotowano spadek wartości kapitału zagranicznego w jednym województwie (GUS, 2011, s. 16, 52).

ZAKOŃCZENIE

W napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski zdecydowanie przeważają inwestycje typu *greenfield*, szczególnie cenne dla gospodarek krajów wymagających modernizacji. Corocznie, w drodze tego typu inwestycji, na polskim rynku pojawia się około tysiąca przedsiębiorstw. Najwięcej działa w sektorach związanych z handlem i naprawą pojazdów samochodowych oraz przemysłem przetwórczym. Istotnym walorem jest pojawianie się coraz większej ilości spółek zagranicznych lokujących swój kapitał w działalność profesjonalną, naukową i techniczną. Dzieje się tak zarówno poprzez inwestycje *greenfield*, jak i *brownfield*.

Niepokoje może jednak napawać fakt przestrzennego rozkładu inwestycji zagranicznych w Polsce, który od lat charakteryzuje się silną nierównomiernością. Większość kapitału koncentruje się w kilku największych aglomeracjach miejskich. Znikomy jest natomiast jego udział w przeważającej liczbie najsłabszych ekonomicznie województw. Natomiast to właśnie dla nich kapitał pochodzący z zagranicy ma największe znaczenie. Regiony te muszą stać się bardziej konkurencyjne w zakresie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W przeciwnym razie szanse na to, aby inwestorzy zagraniczni skierowali swoje preferencje w ich stronę są znikome.

LITERATURA

- Bojar E. (2001), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w obszarach słabo rozwiniętych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziemianowicz W., *Inwestycje zagraniczne jako czynnik rozwoju polskich regionów*, Departament Koordynacji Polityki Strukturalnej w MGPIPS.
- Financial Times (2012), *The FDI report 2012: Global greenfield investment trends*, London, s. 7.
- Forbes.pl, *Największe fuzje i przejęcia 2011*, <http://www.forbes.pl/ranki/ngi/najwieksze-przejecia-2011,23715> (stan na 01.08. 2012).
- Gorynia M. (2007), *Strategie zagranicznej ekspansji przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- GUS (2004), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2003 roku*, Warszawa.
- GUS (2005), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2004 roku*, Warszawa.
- GUS (2006), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2005 roku*, Warszawa.
- GUS (2007), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2006 roku*, Warszawa.
- GUS (2008), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2007 roku*, Warszawa.
- GUS (2009), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2008 roku*, Warszawa.
- GUS (2010), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2009 roku*, Warszawa.
- GUS (2011), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2010 roku*, Warszawa.
- Karaszewski W. (2004), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Polska na tle świata*, Wydawnictwo „Dom Organizatora”, Toruń.
- Karaszewski W., Szałucka M. (2011), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne – greenfield versus brownfield*, „Przegląd Organizacji”, Nr 5/2011.
- Liberda B. (1999), *Inwestycje zagraniczne, oszczędności wewnętrzne i polityka gospodarcza*, (w:) Z. Sadowski (red.), *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, *Raport Polska 2011 – gospodarka, społeczeństwo, regiony*.
- Różański J. (2010), *Przedsiębiorstwo zagraniczne w Polsce – rozwój, finansowanie, ocena*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Rymarczyk J. (2004), *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Stawicka M. (2007), *Atrakcyjność inwestycyjna Polski*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.

- Stolińska B. (2011), *Formalnoprawne warunki inwestowania w nieruchomości przez cudzoziemców w Polsce*, (w:) E. Siemińska (red.), *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Szałucka M. (2009), *Internacjonalizacja przedsiębiorstwa*, (w:) R. Karaszewski (red.), *Internacjonalizacja przedsiębiorstw sektora budowlanego w Polsce – uwarunkowania, mechanizmy i formy działalności na rynku międzynarodowym*, Wydawnictwa Uczelniane Uniwersytetu Technologiczno-Przyrodniczego w Bydgoszczy, Bydgoszcz.
- UNCTAD (2011), *World Investment Report 2011, Non-Equity Modes of International Production and Development*, New York and Geneva.
- Wolniak R. (1999), *Ocena funkcjonowania w Polsce przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego*, (w:) Z. Sadowski (red.), *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa.

Krzysztof Skieresz

INWESTYCJE NA RYNKU ZŁOTA W POLSCE

Słowa kluczowe: *złoto, monety, lokaty strukturyzowane, fundusze inwestycyjne, certyfikaty na złoto*

Abstrakt: Celem artykułu jest przybliżenie metod inwestowania na rynku złota w Polsce. W pracy pokrótce została przedstawiona historia złotego kruszcu, a także obecna sytuacja na rynkach światowych. W dalszej części pracy ukazano formy inwestowania na rynku złota w Polsce, często na konkretnych przykładach. Artykuł opiera się głównie na analizie raportów i produktów oferowanych przez podmioty działające na rynku złota. W opinii autora, rynek złota w Polsce rozwija się z każdym kolejnym rokiem. Można to zauważyć w coraz to bogatszej ofercie nowych i bardziej skomplikowanych produktów, a także we wzroście zainteresowania tego typu inwestycji. „Złote produkty” są obecnie jednymi z bardziej bezpiecznych inwestycji, a przy tym przynoszą dość znaczną stopę zwrotu.

INVESTMENT IN THE GOLD MARKET IN POLAND

Keywords: *gold, coins, structured deposits, investment funds, gold certificates*

Abstract: The aim of article is to present methods of investing in the gold market in Poland. This paper was presented briefly the history of gold bullion, and the current situation on world markets. Further in the illustrated form of investing in the gold market in Poland, often for specific examples. Article is based mainly on the analysis of reports and products offered by operators in the gold market. In the opinion of the author, the gold market in Poland is growing with each passing year. This can be seen in ever richer range of new and more complex products, as well as by the increased interest in this type of investment. „Gold products” are now among the safest investments, while bringing a rather high rate of return.

WPROWADZENIE

Postęp, globalizacja oraz rozwój światowych rynków finansowych sprawiły, że inwestorzy, którzy dysponują nadmiarem kapitału i decydują się go zainwestować, mają do dyspozycji coraz to szerszy wachlarz alternatywnych wariantów ulokowania oszczędności. Nie ogranicza to jednak popularności inwestycji w surowce, a przede wszystkim w złoto. Szczególną determinantą atrakcyjności inwestycyjnej tego kruszcu są jego cechy, tj. ograniczona podaż (niemożliwość zwiększenia ilości złota na świecie), a także trwałość. Atrybuty te sprawiają, że złoto charakteryzuje się względną stabilnością na rynku w porównaniu do np. papierów wartościowych czy lokat, a to z kolei stanowi przesłankę do szczególnej popularności inwestycji w złoto w skrajnie niepewnych sytuacjach takich jak wojny, ataki terrorystyczne, kryzysy finansowe czy też w okresach wysokiej inflacji.

W dzisiejszych czasach, kiedy to świat powoli wychodzi z recesji gospodarczej wywołanej krachem na amerykańskim rynku nieruchomości oraz w dobie niepewności strefy euro, względna stabilność i pewność inwestycji jest jednym z czołowych wyznaczników wyboru formy lokowania wolnego kapitału. Dlatego właśnie niniejsza praca omawia najistotniejsze warianty inwestycji w złoto w Polsce.

KRÓTKA HISTORIA ZŁOTA

Złoto jest jednym z najrzadziej występujących pierwiastków na Ziemi. Szacuje się, że stanowi 0,000001% ogółu wszystkich pierwiastków występujących na kuli ziemskiej. Jest to wielkość bardzo niewielka w porównaniu do innych metali, np. żelaza, którego udział w budowie skorupy ziemskiej wynosi 5%, czy aluminium 7% (Zatorski, Zymiera, 2012, s.148).

Złoto¹ należy do grupy metali szlachetnych, które cechują się ogromną odpornością na czynniki atmosferyczne, takie jak słona woda, kwaśne deszcze czy wysokie zawilgocenie powietrza. Pomimo wysokiej odporności, złoto odznacza się wysoką plastycznością, tzn. że prze swojej nieznacznej twardości i wytrzymałości na rozciąganie umożliwia wykonywanie różnego rodzaju przedmiotów i ozdób o skomplikowanych kształtach. Niekiedy, aby dodatkowo podwyższyć jego właściwości wytrzymałościowe stosuje się domieszki stopów innych metali, np. miedzi czy aluminium (Garbaczk-Klempka, 2009, s. 253).

¹ Złoto jest pierwiastkiem ciężkim o gęstości wynoszącej 19,32 g/cm³ oraz masie atomowej 196,967. Temperatura topnienia wynosi 1064,4°C, natomiast wrzenia 2808°C.

Pierwsze ślady eksploatacji złóż złota odkryto w północno-wschodniej Afryce (terytorium dzisiejszego Egiptu) i datowane są na ok. 3600 r. p.n.e. (World Gold Council, 2012). Bardzo prymitywne metody wydobywania, ograniczały możliwości pozyskania tego kruszcu poniżej 1 tony rocznie (ZloteInwestycje.com.pl, 2012). Bardzo ograniczona podaż złota, a także jego unikalne cechy spowodowały, że od początku odkrycia tego metalu ludzie zaczęli go intuicyjnie łączyć z elitarnością, bogactwem i pięknem. Dopiero około 1500 r. p.n.e. w Egipcie zaczęto używać złota jako środka wymiany w handlu międzynarodowym (Zatorski, Zymiera, 2012, s. 148). W 564 r.p.n.e. w Lidii za panowania króla Krezusa, wynaleziono technikę wyrobu jednolitych złotych monet, co umożliwiło stosowanie ich jako międzynarodową walutę (World Gold Council, 2012).

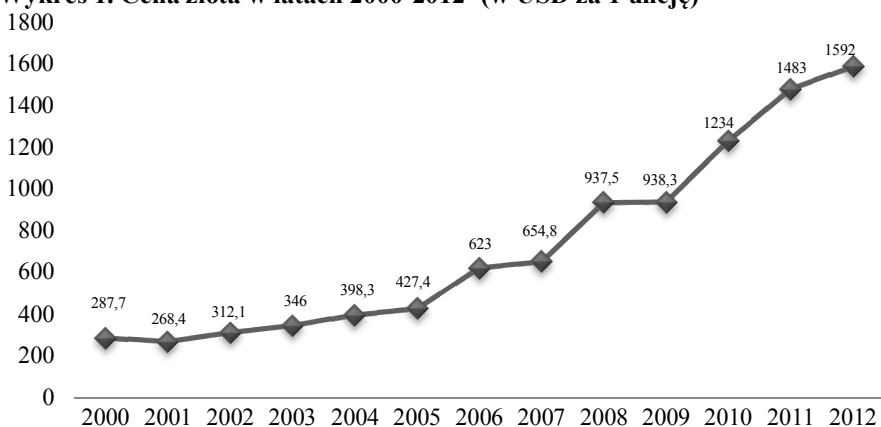
Za czasów Imperium Rzymskiego większość złota pozyskiwano z terenów Półwyspu Iberyjskiego oraz Dacji. Roczne wydobywanie tego kruszcu mogło wynosić nawet 10 ton. Niestety w epoce średniowiecza ilość pozyskiwanego złota spadła do 1 tony rocznie. Wydobywanie złota zwiększyło się dopiero w XV i XVI w. w momencie rozpoczęcia eksploatacji złóż w Amerykach skolonizowanych przez Hiszpanów i Portugalczyków. W XIX w. powstały nowoczesne technologie, które w znaczny sposób zwiększyły podaż złota (ZloteInwestycje.com.pl, 2012). Umożliwiło to wprowadzenie paritetu złota dla walut wymienialnych², co spowodowało znaczny wzrost popytu na ten kruszec.

Na obecną wysokość popytu na świecie ogromny wpływ ma kilka podstawowych kwestii, tj. cena złota, rezerwy złota oraz zaufanie do pieniądza kruszcowego.

Obecnie główny wpływ na popyt ma cena, która w ostatnich latach gwałtownie wzrasta, przez co mobilizuje do inwestowania w ten kruszec.

Na wykresie 1. przedstawiono kształtowanie się cen złota w latach 2000-2012. Wyraźnie widać ogromną różnicę pomiędzy ceną złota w 2000 r., a ceną w 2012 r. Można również zauważyć wyraźny skok cen złota od 2008 r., co wiąże się z kryzysem finansowym, jaki nastąpił na światowych rynkach finansowych.

² Po I Wojnie Światowej tylko dwa państwa na świecie utrzymały wymienialność swoich walut – Wielka Brytania i USA. Niestety już w 1931 r. Zjednoczone Królestwo było zmuszone zrezygnować z wymienialności funta na złoto. Jedyną walutą wymienialną na złoto pozostał dolar amerykański. Niestety w 1971 r. w obliczu drastycznego spadku rezerw złota w USA spowodowanego kryzysem naftowym, zawieszono wymienialność dolara amerykańskiego na złoto (Każmierczak, 2008, s. 17-18).

Wykres 1. Cena złota w latach 2000-2012³ (w USD za 1 uncję)

Źródło: opracowanie własne na podstawie World Gold Council (2012).

Kryzys finansowy przyczynił się w znacznym stopniu do spadku zaufania inwestorów do pieniądza papierowego. Również z tego samego powodu wiele państw zaczęło zwiększać swoje rezerwy złota, w szczególności państwa rozwijające się. Obecna struktura rezerw złota na świecie została przedstawiona w tabeli 1. Dane w niej zamieszczone sugerują, że największe rezerwy złota na świecie mają USA, które wynoszą blisko tyle co zapasy kolejnych trzech państw (Niemiec, Włoch i Francji) łącznie.

Tabela 1. Rezerwy złota państw/organizacji na świecie w maju 2012 r. (w tonach)

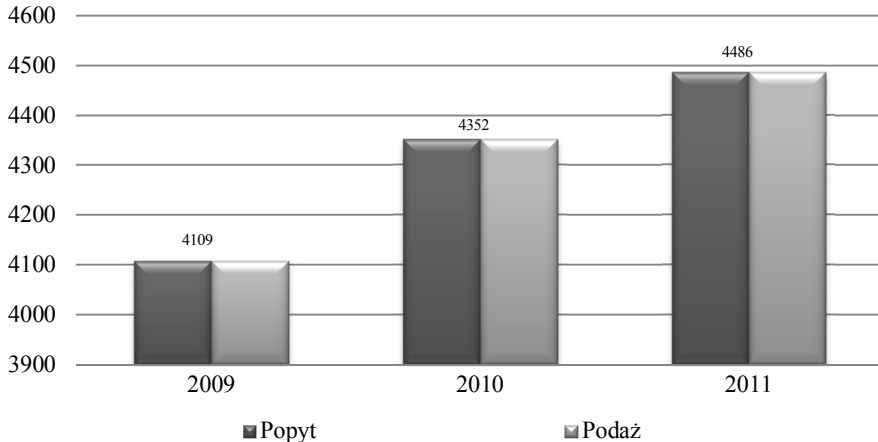
L.p.	Państwo/organizacja	Rezerwa złota
1	USA	8 133,5
2	Niemcy	3 396,3
3	MFW	2 814,0
4	Włochy	2 451,8
5	Francja	2 435,4
6	Chiny	1 054,1
7	Szwajcaria	1 040,1
8	Rosja	895,7
9	Japonia	765,2
10	Holandia	612,5
34	Polska	102,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie World Gold Council (2012).

³ Ceny złota na dzień 1 lipca.

Jeżeli chodzi o podaż złota, to w ostatnich latach również i ona systematycznie wzrasta, a to za sprawą odkrywania kolejnych bogatych złóż złota w Ameryce, Australii, a także w Indonezji, Brazylii, Nikaragui, Filipinach i Uzbekistanie (ZloteInwestycje.com.pl, 2012).

Wykres 2. Światowy popyt i podaż złota w latach 2009-2011 (w tonach)



Źródło: opracowanie własne na podstawie World Gold Council (2012).

Z wykresu 2. wynika, że podaż złota z każdym kolejnym rokiem systematycznie wzrasta. Można również zaobserwować, że podaż złota na rynku równa się zawsze popytowi na ten kruszec. W tej sytuacji nasuwa się wniosek, że podaż jest nawet niewystarczająca do zgłaszanego zapotrzebowania.

RYNEK ZŁOTA W POLSCE

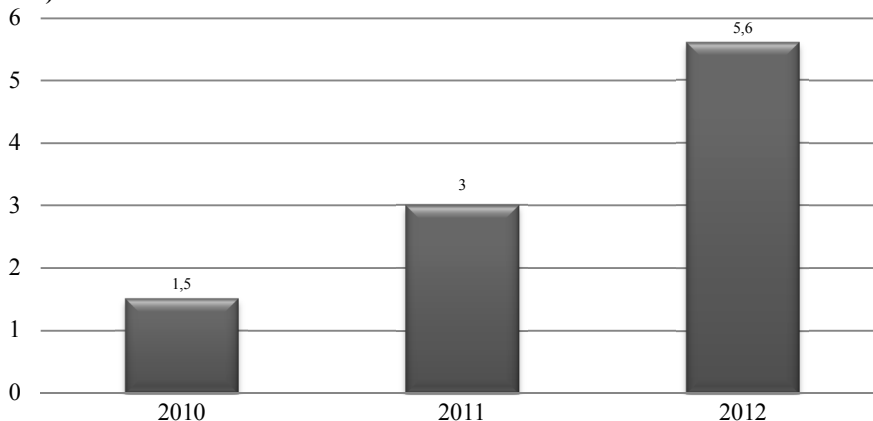
Rynek złota w Polsce jest w początkowej fazie rozwoju, a co za tym idzie nie ma do zaoferowania tak wiele zróżnicowanych produktów, jak ma to miejsce w przypadku starszych, bardziej rozwiniętych rynków. Jednak należy podkreślić, że z każdym kolejnym rokiem popyt na inwestycje w złoto w Polsce znacząco rośnie, co prowadzi do poszerzenia i wzbogacenia oferowanych na rynku produktów. W chwili obecnej w Polsce dostępne są następujące formy inwestowania:

- złoto inwestycyjne,
- złote numizmaty,
- certyfikaty na złoto,
- fundusze inwestycyjne,

– lokaty strukturyzowane.

Najprostszą formą inwestycji w złoto dostępną w Polsce jest zakup złota inwestycyjnego. W ostatnich latach zanotowano gwałtowne zmiany popytu na ten produkt (wykres 3.).

Wykres 3. Popyt na złoto inwestycyjne w Polsce w latach 2010-2012 (w tonach)

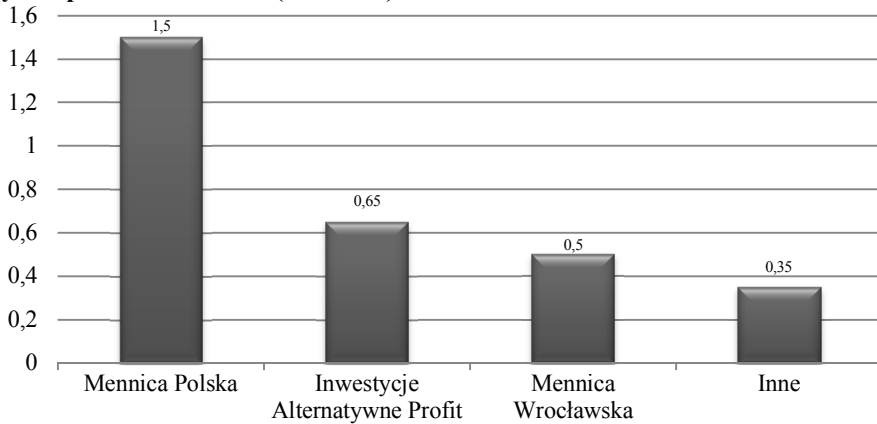


Źródło: opracowanie własne na podstawie Rosik (2012).

Na wykresie 3. wyraźnie widać, że popyt na złoto inwestycyjne w Polsce wyraźnie wzrasta. W 2011 r. był on dwukrotnie wyższy niż w 2010 r.. W 2012 r. prognozuje się popyt w wysokości 5,6 ton co daje wzrost popytu o ponad 86% w stosunku do 2011 r. oraz blisko 274% do 2010 r. Wzrost popytu wynika głównie z pogłębiania wiedzy przez inwestorów o inwestowaniu w złoto, a w szczególności poprzez uświadamianie sobie, że złoto jest jedną z najbezpieczniejszych form inwestycji, przynoszące znaczny zwrot kapitału. Jednak popyt ten i tak jeszcze jest niewielki w porównaniu do popytu w innych rozwiniętych państwach. Przykładowo w 2011 r. w Niemczech i Turcji sprzedano odpowiednio 159 ton oraz 80 ton złota inwestycyjnego (Forbes, 2012).

W Polsce złoto inwestycyjne oferuje kilka podmiotów, m.in. Mennica Polska, Mennica Wroclawska oraz Inwestycje Alternatywne Profit. Podmioty te posiadają największy udział w sprzedaży złota inwestycyjnego w Polsce (wykres 4.).

Wykres 4. Wielkość sprzedaży złota inwestycyjnego poszczególnych firm na rynku polskim w 2011 r. (w tonach)



Źródło: Forsal (2012) na podstawie danych World Gold Council i Mennicy Wrocławskiej.

Na wykresie 4. widać, że wielkość sprzedaży trzech największych firm w 2011 r. wynosiła 2,65 ton, co stanowi ponad 88% całkowitej sprzedaży złota w Polsce. Natomiast sama Mennica Polska posiada blisko 50% udział w rynku, co może się wiązać z tym, że jeszcze do niedawna inwestycje w złoto w Polsce były mało popularne, dlatego jeden podmiot, do tego monopolista w obrocie metalami szlachetnymi, zupełnie zaspokajał popyt na złoto. Dopiero wzrost zainteresowania inwestycjami w złoto spowodował wchodzenie na rynek kolejnych „graczy”, którzy z każdym rokiem zwiększają swój udział w rynku.

Mennica Polska oferuje złoto inwestycyjne w sztabkach o wadze: 1g, 5g, 10g, 20g, 1 uncja (31,1g), 50g oraz 100g. Cena złota sprzedawanego w Mennicy Polskiej uzależniona jest od dwóch czynników. Pierwszym z nich jest kurs USD/PLN, natomiast drugim – cena złota w Londynie, tzw. London Gold Fixing, która jest ogłaszana dwa razy dziennie w dni robocze w Wielkiej Brytanii. Mennica Polska oferuje również produkty mennicze⁴, płatności elektroniczne, usługi deweloperskie, przechowywanie⁵ oraz gwa-

⁴ Do produktów menniczych można zaliczyć: monety NBP, numizmaty, medale oraz dukaty lokalne (Mennica Polska, 2012).

⁵ Obecnie opłata przy ilości złota do 10 kg wynosi 420 PLN za rok lub 35 PLN za miesiąc, nie więcej niż 0,7% jego wartości. Za każde przekroczenie 10 kg zwiększa się ona o kolejne 420 PLN rocznie lub 35 PLN miesięcznie (Mennica Polska, 2012).

rancje odkupienia zakupionego wcześniej w Mennicy złota⁶ (Mennica Polska, 2012).

Firma Inwestycje Alternatywne PROFIT oferuje bardzo szeroki wachlarz „złotych produktów”. Ma ona w swojej ofercie m.in. złote sztabki, monety oraz certyfikaty na złoto. W odróżnieniu do Mennicy Polskiej posiada ona w sprzedaży sztabki wyprodukowane również w innych mennicach z całego świata. Dzięki tej różnorodności firma ma do zaoferowania złoto po bardzo konkurencyjnych cenach. Dla przykładu na dzień 29 maja 2012 r. 1 uncja złota (produkcji własnej) w Mennicy Polskiej kosztowała 5920 PLN, natomiast 1 uncja złota (Umicore⁷) w Inwestycje Alternatywne PROFIT 5662,92 PLN. Oferta firmy nie ogranicza się tylko do złota. Ma ona do zaoferowania również platynę (sztabki, monety, certyfikaty), srebro (sztabki i monety), pallad, brylanty oraz numizmatyki (Inwestycje Alternatywne PROFIT, 2012).

Mennica Wrocławska posiada w swojej ofercie bardzo podobne produkty jak przedsiębiorstwo Inwestycje Alternatywne PROFIT, tzn. złoto, srebro, platynę, pallad, brylanty oraz numizmatyki. Produkty te pochodzą z wielu mennic z całego świata. Ich ceny natomiast są porównywalne z cenami w Alternatywne Inwestycje PROFIT, np. na dzień 29 maja 2012 r. 1 uncja złota (Umicore) kosztowała 5692,54 PLN (Mennica Wrocławska, 2012).

Innych podmiotami oferującymi sprzedaż złota inwestycyjnego w Polsce są banki komercyjne. Obecnie taką usługę ma pięć banków, w tym dwa banki spółdzielcze. Alior Bank oraz Bank Spółdzielczy w Rymanowie posiadają w swojej ofercie produkty Mennicy Wrocławskiej, Bank Zachodni WBK, Bank Ochrony Środowiska oraz Bank Spółdzielczy w Ciechanowie oferują złoto Mennicy Polskiej, natomiast Raiffaisen Bank. sprzedaje produkty Austriackiej Mennicy Państwowej, tj. złoto inwestycyjne, lokacyjne i numizmaty (Mennica Polska, 2012; Mennica Wrocławska, 2012; Raiffeisen Bank, 2012).

Następną metodą inwestowania w złoto jest zakup złotych monet numizmatycznych. Cena monet jest zależna o dwóch rzeczy: ceny złota i wartości kolekcjonerskiej. Natomiast sama wartość kolekcjonerska uwarunkowana jest m.in. od nakładu, wzoru i daty emisji. W Polsce głównym emitentem monet jest Narodowy Bank Polski. Można je kupić w jednym z oddziałów NBP lub drogą elektroniczną w serwisie „Kolekcjoner” (NBP,

⁶ Mennica Polska SA gwarantuje odkupienie zakupionego wcześniej złota po London Gold Fixing minus 1 USD przeliczone po średnim kursie USD do PLN w NBP z tego samego dnia minus 2% (Mennica Polska, 2012).

⁷ Sztabka wyprodukowana przez koncern o zasięgu globalnym – UMICORE z siedzibą w Brukseli (Inwestycje Alternatywne PROFIT, 2012).

2012). Wzrost zainteresowania inwestorów monetami kolekcjonerskimi spowodowało, że na rynku pojawiło się wiele nowych podmiotów (w szczególności internetowych) zajmujących się handlem numizmatykami. Jednak trzeba pamiętać, że do monet przez nich oferowanych doliczona jest marża, dlatego kupując numizmatyk lepiej upewnić się czy nie jest on dostępny w NBP, co pozwoli nam zaoszczędzić od 10 do 15%. Np. w dniu 3 czerwca 2012 r. moneta „Polski sierpień 1980” z 2010 r., w NBP kosztowała 328 PLN, natomiast przedsiębiorstwo Inwestycje Alternatywne PROFIT oferowało ją za cenę 379 PLN (NBP, 2012; Inwestycje Alternatywne PROFIT, 2012). Można zauważyć, że NBP posiada produkty o niższej cenie od innych podmiotów, jednak w swojej ofercie ma monety, których nakład nie został wyczerpany. W przeciwieństwie do NBP, np. firma Inwestycje Alternatywne PROFIT ma w sprzedaży numizmaty, które już wiele lat temu zostały wykupione z banku centralnego. Jednak czy na monetach kolekcjonerskich można zarobić? Jak pokazują przykłady niektórych konkretnych monet kolekcjonerskich, stopa zwrotu z inwestycji osiągnęła niebotyczne wartości. Do tych monet można zaliczyć:

- 200 PLN „Fryderyk Chopin” (złoto, 1995 r.) – cena emisyjna 780 PLN, obecna wartość 35 000 PLN, wzrost o 4 387%;
- 200 PLN „Henryk Sienkiewicz” (złoto, 1996 r.) – cena emisyjna 1 040 PLN, obecna wartość 13 000 PLN, wzrost o 1 150%;
- 200 PLN „1000-lecie zjazdu w Gnieźnie” (złoto, 2000 r.) – cena emisyjna 940 PLN, obecna wartość 9 900 PLN, wzrost o 953 % (NBP, 2012; e-Record, 2012).

Powyższe przykłady wyraźnie wskazują, że inwestycje w monety kolekcjonerskie mogą przynieść bardzo dużą stopę zwrotu kapitału.

Kolejne trzy metody inwestycji w złoto są metodami pośrednimi. Do głównych form inwestowania pośredniego możemy zaliczyć: zakup certyfikatów inwestycyjnych na złoto i tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz inwestycje w produkty strukturyzowane.

Certyfikaty inwestycyjne, najprościej rzecz ujmując, to dokumenty poświadczające posiadanie kruszcu w formie monet lub sztabek w konkretnej ilości i jakości. Certyfikaty pozwalają uniknąć ryzyka i kosztów związanych z transportem i przechowywaniem. Certyfikaty inwestycyjne na złoto możemy podzielić na: alokowane oraz niealokowane, które może być sortowane i niesortowane. Certyfikaty alokowane są w pełni oparte na kruszcu. Podmiot wydający certyfikat nie może złotem w żaden sposób dysponować. Natomiast certyfikaty niealokowane nie muszą mieć pokrycia w złocie, tzn. podmiot wydający certyfikat może w dowolny sposób wykorzystywać kruszec do swoich operacji. Certyfikat na złoto sortowane musi określać szczegółowo postać kruszcu (sztabki, monety), natomiast w przy-

padku certyfikatu na złoto niesortowane, możemy otrzymać nasz metal szlachetny w różnej postaci tylko musi się zgadzać co do wagi i jakości (Zatorski, Zymiera, 2012, s. 162-163). Jednym z podmiotów oferującym certyfikaty inwestycyjne na złoto w Polsce jest już wcześniej wspomniana firma Inwestycje Alternatywne PROFIT. Dla przykładu na dzień 29 maja 2012 r. certyfikaty inwestycyjne na złoto dla 5 uncji kosztowały (Inwestycje Alternatywne PROFIT, 2012):

- na złoto alokowane (monety) – 30396,89 PLN;
- na złoto niealokowane, sortowane (monety) – 29712,27 PLN;
- na złoto alokowane (sztabki) – 29301,50 PLN;
- na złoto niealokowane, sortowane (sztabki) – 28616,89 PLN;
- na złoto niealokowane, niesortowane – 28069,20 PLN.

Można zauważyć, że najtańszym oferowanym certyfikatem przez przedsiębiorstwo Inwestycje Alternatywne PROFIT jest certyfikat na złoto niealokowane, niesortowane, który jest o ponad 1000 PLN tańszy od certyfikatu na złoto alokowane (monety). Różnica ta jest związana z faktem, że w przypadku tego pierwszego certyfikatu jego wystawca nie ponosi kosztów ubezpieczenia, przechowywania oraz samej produkcji złota.

Przy inwestycjach w certyfikaty należy pamiętać, że wszystko ma swoje wady i zalety. Plusem jest, że ograniczają one ryzyko i koszty związane z przechowywaniem i transportem. Natomiast dużym minusem jest fakt, że można wiele stracić w przypadku bankructwa podmiotu wystawiającego taki certyfikat.

Inwestorzy, którzy nie chcą fizycznie kupować złota mogą również za-inwestować w fundusze inwestycyjne⁸ poprzez zakup tytułów uczestnictwa⁹. Obecnie na rynku polskim funkcjonuje tylko kilka podmiotów zarządzających funduszami inwestycyjnymi zorientowanych na złoto, do których możemy zaliczyć: Investors TFI, Superfund TFI oraz Idea TFI.

Investors TFI posiada w swojej ofercie dwa fundusze inwestycyjne zorientowane na złoto¹⁰, a są nimi: Investor Gold Otwarty oraz Investor Gold FIZ. Fundusz inwestycyjny Investor Gold Otwarty posiada aktywa o wartości 203,8 mln PLN. Od 70% do 100% wartości aktywów lokowane jest

⁸ Fundusze inwestycyjne są tworzone, zarządzane, a także reprezentowane na zewnątrz przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych. W świetle obowiązujących przepisów TFI jest organem funduszu inwestycyjnego, który może tworzyć oraz zarządzać jednocześnie wieloma funduszami inwestycyjnymi (Krupa, 2008, s.35).

⁹ Tytuły uczestnictwa są to emitowane przez fundusz inwestycyjny instrumenty finansowe, które w zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego mogą być jednostkami uczestnictwa lub certyfikatami inwestycyjnymi. Jednostki uczestnictwa są instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi, natomiast certyfikaty inwestycyjne, to takie instrumenty finansowe, które są papierami wartościowymi (Krupa, 2008, s. 38).

¹⁰ Dane na dzień 30 kwietnia 2012 r.

złoto za pośrednictwem jednostek uczestnictwa funduszu DWS Gold Plus oraz DWS Invest Gold and Precious Metals Equities. Investor Gold Otwarty może również pośrednio inwestować w akcje przedsiębiorstw, których przychody pochodzą z wydobywania, produkcji lub przetwarzania metali szlachetnych. Obecny portfel funduszu składa się z: 95,07% w jednostkach uczestnictwa DWS Gold Plus (79,94%) i DWS Invest Gold and Precious Metals Equities (15,13%) oraz 4,93% w gotówce i depozytach. Stopa zwrotu od pierwszej wyceny (7 października 2008 r.) wyniosła 105,85%, 3-letnia – 53,19%, natomiast roczna – 10,19%. Investor Gold FIZ posiada aktywa o wartości 150,5 mln PLN. Strategia funduszu opiera się na inwestycjach w instrumenty pochodne, których cena bezpośrednio lub pośrednio, w zależności od ceny rynkowej głównie złota, ale także srebra, platyny i palladu. Ta pozycja wynosi, w zależności od koniunktury rynkowej, od 0% do 200% aktywów. Dodatkowo fundusz może inwestować: w akcje spółek, które działają w branży poszukiwania, rozwoju i eksploatacji złóż metali szlachetnych oraz w instrumenty służące zabezpieczeniu ryzyka walutowego. Stopa zwrotu funduszu od pierwszej wyceny (24 września 2006 r.) wyniosła 126,39%, 3-letnia – 43,66%, a roczna – -23,16% (Investors TFI, 2012).

Superfund TFI zarządza¹¹, w ramach Superfund Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty, kilkoma subfunduszami, m.in. Superfund SFIO GoldFuture. Subfundusz ten do 100% aktywów inwestuje w Superfund Green A/USD j.u. Class Gold, a do 20% w Superfund Green B/USD j.u. Class Gold. Stopa zwrotu od momentu uruchomienia (26 grudnia 2008 r.) subfunduszu wyniosła 23,54%, 3-letnia – -12,47%), natomiast roczna – -18,59%) (Superfund TFI, 2012).

Idea TFI zarządza¹² również subfunduszem o nazwie Idea Surowce Plus Subfundusz. Polityka inwestycyjna polega na inwestowaniu w papiery wartościowe o wysokiej korelacji z rynkiem surowców, m.in. rynkiem złota. Zatem subfundusz głównie inwestuje w akcje (50,1%) i obligacje (5,93%) spółek zajmujących się poszukiwaniem, wydobywaniem i przetwarzaniem surowców naturalnych, ETF-y (5,84%) oraz w inne lokaty płynne (38,13%). Obecnie posiada on aktywa o wartości 31,03 mln PLN. Stopa zwrotu od początku działalności (10 października 2007 r.) subfunduszu wyniosła 0,64%, 3-letnia-25,45%, a roczna – -33,16% (Idea TFI, 2012).

Stopy zwrotu poszczególnych funduszy inwestycyjnych w badanych okresach kształtują się w sposób ujęty w tabeli 2. Wyraźnie widać, że dodatnią stopę zwrotu we wszystkich badanych okresach osiągnął jedynie

¹¹ *Ibidem.*

¹² *Ibidem.*

fundusz Investor Gold Otwarty, natomiast ujemną Superfund SFIO Gold-Future.

Tabela 2. Stopy zwrotu poszczególnych funduszy inwestycyjnych (w %)

Nazwa funduszu inwestycyjnego	Stopa zwrotu inwestycji		
	1-rocza	3-letnia	od utworzenia
Investor Gold Otwarty	10,19	53,19	105,85
Investor Gold FIZ	-23,16	43,66	126,39
Superfund SFIO GoldFuture	-18,59	-12,47	-23,54
Idea Surowce Plus Subfundusz	-33,16	25,45	0,64

Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors TFI (2012); Superfund TFI (2012); Idea TFI (2012).

Ostatnią z metod inwestowania w złoto w Polsce jest zakup certyfikatów na lokaty strukturyzowane¹³. Lokata strukturyzowana to zestaw dwóch form inwestowania: w obligacje i opcje. Polega ona na tym, że określona część zainwestowanej kwoty lokowana jest w obligacje lub lokaty bankowe, co ma zabezpieczyć kapitał. Pozostała część inwestowana jest w opcje, które mogą, ale nie muszą, przynieść zyski (InwestujwZloto.pl, 2012). Najczęstszym aktywem bazowym lokat strukturyzowanych zorientowanych na złoto w Polsce jest cena złota notowana na giełdzie The London Bullion Market Association (Bloomberg: GOLDLNPM Index).

W 2011 r. zakończyło się kilka „złotych struktur”, które pojawiły się w 2009 r. oraz w 2010 r. „Dwuletni Certyfikat Strukturyzowany Rynku Złota 1” oferowany przez Bank Pekao SA przyniósł stopę zwrotu w wysokości 37,18% (18,5% w skali roku). Dużym sukcesem zakończyła się dwuletnia „Lokata Inwestycyjna 24 Karaty” MultiBanku, która przyniosła klientom zysk w wysokości 20% (10% w skali roku). Podobnie kształtował się wynik „Lokaty Inwestycyjne Czas Złota” z BRE Banku oraz „Lokata Strukturyzowana Złoty Środek” z oferty mBanku (ekonomia24, 2011).

W 2012 r. pojawiło się kilka nowych ofert lokat strukturyzowanych. Dla przykładu można wskazać: „Lokatę Inwestycyjną Złoty Zysk” oraz „Inwestycyjną Lokatę Terminową Postaw na Złoto”. „Lokata Inwestycyjna Złoty Zysk” jest to 2-letni produkt strukturyzowany oferowany przez Bank BGŻ oparty na cenie złota z maksymalnym zyskiem równym 40% (20% w skali roku). Poziom ochrony kapitału wynosi 100%, a minimalny wkład inwestycji to 4 000 PLN. Natomiast „Inwestycyjna Lokata Terminowa

¹³ W 2011 r. w Polsce 27 instytucji zaoferowało 487 nowych produktów strukturyzowanych o łącznej wartości przekraczającej 10 mld PLN. Porównując do 2010 r. liczba ofert wzrosła o niecałe 5%, natomiast ich wartość o ponad 14% (Structus.pl, 2012).

Postaw na Złoto”, podobnie jak poprzednia, jest 2-letnim produktem strukturyzowanym oferowanym przez ING Bank Śląski. Oparty jest na cenie złota z maksymalnym zyskiem w wysokości 20% (10% w skali roku). Poziom ochrony kapitału wynosi 100%, natomiast minimalny wkład 3 000 PLN (Structus.pl, 2012).

Do zalet lokat strukturyzowanych można zaliczyć gwarancję zwrotu kapitału lub znacznej jego części, a także możliwość uzyskania wysokich zysków. Natomiast do głównych wad należy spory stopień skomplikowania i często nie do końca jasno określone zasady dotyczące wysokości prowizji pobieranych przez banki oraz warunki wcześniejszego wycofania kapitału. Wadą może być także zbyt długi czas trwania niektórych inwestycji np. 5 lub 7 lat (InwestujwZloto.pl, 2012).

ZAKOŃCZENIE

Rynek złota jest jednym z najszybciej rozwijających się rynków inwestycyjnych w Polsce. Z każdym rokiem widać coraz większe zainteresowanie tą formą inwestycji, a to za sprawą systematycznego wzrostu cen tego kruszcu, co pozwala osiągać bardzo wysokie stopy zwrotu z inwestycji. Inwestorzy zauważyli także, że złoto jest znakomitą formą dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Natomiast podmioty oferujące „złote produkty” w Polsce, w odpowiedzi na znacznie rosnący popyt na złoto, z każdym kolejnym rokiem wzbogacają swoją ofertę o kolejne, nowe, często bardzo skomplikowane produkty. Prognozy na nadchodzące lata przewidują ciągły wzrost cen tego kruszcu, co na pewno znacząco wpłynie na rynek złota w Polsce, poprzez zwiększenie zainteresowania tym rynkiem ze strony inwestorów, a także rozwojem samego rynku poprzez zwiększenie rodzaju i ilości oferowanych „złotych produktów”.

LITERATURA

- ekonomia24 (2011), *Produkty strukturyzowane*. <http://www.ekonomia24.pl/artykul/702863.html> (stan na 13.06.2012 r.).
- e-Record (2012), <http://www.e-record.pl> (stan na 1.06.2012 r.)
- Forbes (2012), *Inwestowanie w złoto coraz bardziej popularne*, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/inwestowanie-w-zloto-coraz-bardziej-popularne,26158,1> (stan na 1.06.2012 r.).

- Forsal (2012), *Światowy i polski rynek złota inwestycyjnego*, http://forsal.pl/grafika/606147,94885,polscy_inwestorzy_pokochali_zloto.html (stan na 1.06.2012 r.).
- Garbacz-Klempka A. (2009), *Informator Metale Niezależne 2009 VIII wydanie*, Agencja Promocyjna METALE, Wrocław.
- Idea TFI (2012), www.ideatfi.pl (stan na 1.06.2012 r.).
- Investors TFI (2012), www.investors.pl (stan na 1.06.2012 r.).
- InwestujwZloto.pl (2012), <http://inwestujwzloto.pl> (stan na 13.06.2012 r.).
- Inwestycje Alternatywne PROFIT (2012), <https://e-numizmatyka.pl/portal/> (stan na 1.06.2012 r.).
- Każmierczak A. (2008), *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, PWN, Warszawa.
- Krupa D.M. (2008), *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa.
- Mennica Polska (2012), <http://www.mennica.com.pl/> (stan na 1.06.2012 r.).
- Mennica Wroclawska (2012), <http://www.mennicawroclawska.pl/> (stan na 1.06.2012 r.).
- NBP (2012), www.nbp.pl (stan na 1.06.2012 r.).
- Raiffeisen Bank (2012), <http://www.raiffeisen.pl/> (stan na 1.06.2012 r.).
- Rosik P. (2012), *Polscy inwestorzy pokochali złoto*, http://serwisy.gazetaprawna.pl/finanse-osobiste/artykuly/606176,polscy_inwestorzy_pokochali_zloto.html (stan na 13.06.2012 r.).
- Structus.pl (2012), www.structus.pl (stan na 13.06.2012 r.).
- Superfund TFI (2012), <http://www.superfund.pl/hp11/Main.aspx> (stan na 1.06.2012 r.).
- World Gold Council (2012), www.gold.org (stan na 13.06.2012 r.).
- Zatorski P., Zymiera Ł. (2012), *Rynek złota*, [w:] U. Ziarko-Siwiek (red.), *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa.
- ZloteInwestycje.com.pl (2012), www.zloteinwestycje.com.pl (stan na 1.06.2012 r.).

CZĘŚĆ IV

WYMIAR MORALNY I FUNDAMENTY ETYCZNE WSPÓŁCZESNEGO KAPITALIZMU

Bartłomiej Perekitko

RYNEK USŁUG HAZARDOWYCH – WOLNY RYNEK CZY INTERWENCJA PAŃSTWA?

Słowa kluczowe: *rynek usług hazardowych, dobra niepożądane społecznie, interwencja państwa*

Abstrakt: Celem niniejszej pracy jest prezentacja organizacji rynku usług hazardowych. Przedstawiono w niej argumenty na rzecz interwencji państwa oraz podano sugestie dotyczące zakresu regulacji. Usługi hazardowe traktowane są jako dobra szkodliwe społecznie. Stąd wynika uzasadnienie dla ingerencji państwa w ten rynek. Regulacje mają z jednej strony ograniczać dostęp do świadczenia i korzystania z tych usług, a z drugiej – stanowić źródło dochodów podatkowych. Z analizy wynika, że rynek usług hazardowych wymaga nieustannego monitorowania, a różne kraje w odmienny sposób określają zakres regulacji. Starają się one jednak tak konstruować system prawny, aby osiągnąć cele fiskalne oraz ograniczać negatywne skutki hazardu.

GAMBLING MARKET – FREE MARKET OR GOVERNMENT INTERVENTION?

Keywords: *gambling market, merit bads, government intervention*

Abstract: The aim of this paper is to present organization of gambling market. It contains arguments for government intervention and suggestions how deep intervention should be. Gambling services are considered as merit bads – hence justification of government intervention. Different countries determine range of regulation in a different way. Governments want to limit the consumption of gambling services, but also to derive from taxes income. They try to construct their law in a way, which helps to achieve both of these goals.

WPROWADZENIE

Tematem niniejszej pracy jest rynek usług hazardowych oraz problemy z nim związane. Prawodawstwo często nie nadąża za praktyką życia gospodarczego i postępem technologicznym. Znaczącym czynnikiem powodującym intensywny rozwój rynku usług hazardowych było pojawienie się hazardu internetowego (przychody operatorów internetowych na świecie w latach 2003-2009 wzrosły z ok. 5,5 mld do ok. 25 mld USD) (Fasman, 2010, s. 1).

Problem badawczy stanowi pytanie o zakres koniecznych regulacji rynku usług hazardowych. Próbując go rozwiązać dokonana zostanie prezentacja organizacji rynku usług hazardowych, omówione zostaną regulacje tego rynku w wybranych państwach oraz przedstawione będą argumenty na rzecz interwencji państwa. Przyjęta teza brzmi: legalizacja i odpowiednie regulowanie przez państwo usług hazardowych jest konieczne, ponieważ są to dobra niepożądane społecznie, a całkowity zakaz nie jest możliwy do wyegzekwowania.

W części pierwszej pracy przedstawiono definicję rynku hazardowego oraz popytu i podaży. Wyjaśnione zostały również mechanizmy rządzące kształtowaniem się cen. W części drugiej omówiono przesłanki regulacji oraz – na podstawie wybranych państw o najbardziej rozwiniętych i znaczących rynkach na świecie i Polski – porównano zakres regulacji, zgodnie ze stanem na dzień 22. lutego 2011 r. Na zakończenie – na podstawie analiz doświadczeń wybranych państw – przedstawiono sugestie dotyczące zakresu interwencji.

ORGANIZACJA RYNKU HAZARDOWEGO

Definiując rynek hazardowy należy odpowiedzieć najpierw na pytanie, czym jest hazard. W Polsce „gry hazardowe”, zgodnie z Ustawą z dnia 19 listopada 2009 r., definiuje się następująco: „grami losowymi są gry o wygrane pieniężne lub rzeczowe, których wynik w szczególności zależy od przypadku, a warunki gry określa regulamin” (Ustawa z dnia 19 listopada 2009 r., Art. 2). Stan Nevada w USA przyjmuje, że „gra lub gra hazardowa oznacza każdą grę rozgrywaną przy pomocy kart, kości, oraz innych urządzeń mechanicznych i elektronicznych na pieniądze, czek, kredyt czy inne rzeczy mające określoną wartość” (Nevada Revised Statutes, 2011). Według raportu Swiss Institute of Comparative Law, opracowanego na zlecenie Komisji Europejskiej „usługi hazardowe oznaczają wszystkie usługi, które wiążą się z zawieraniem zakładów pieniężnych w grach losowych”

(The Swiss Institute of Comparative Law, 2006, s. 5). W myśl powyższych definicji, grą hazardową jest więc gra rozgrywana przy pomocy środków pieniężnych, której wyniku nie da się precyzyjnie określić przed jej rozegranie.

Zasadniczo na świecie usługi hazardowe są uregulowane i świadczone przez przedsiębiorstwa prywatne, działające na podstawie zezwolenia/koncesji udzielanej przez państwo lub przez przedsiębiorstwa państwowe, mające monopol na ich świadczenie.

Na rynku wyróżnia się cztery główne sektory usług hazardowych: kasyna, loterie, zakłady sportowe oraz automaty. W 2009 r. największy udział w światowym rynku miały kasyna oraz loterie (po ok. 30%), niewiele mniejszy (ok. 21%) automaty, pozostała część należała do zakładów sportowych i innych (Fasman, 2009, s. 1).

Kasyno (według prawa polskiego) jest to wydzielone miejsce, w którym prowadzi się gry cylindryczne, gry w karty, gry w kości lub gry na automatach, na podstawie zatwierzonego regulaminu (Ustawa z dnia 19 listopada 2009 r., Art. 4). Zazwyczaj kasyna prowadzone są przez przedsiębiorstwa prywatne na podstawie uzyskanej licencji. Kasyna zapewniają największą różnorodność gier. Można w nich zagrać na automatach, w ruletkę, kości, bingo, gry karciane (np. black jack, poker) oraz w wiele innych.

Do loterii zaliczane są wszystkie formy gier, w których uczestnictwo wymaga zakupienia losu loteryjnego, a podmiot zarządzający loterię oferuje nagrody pieniężne (loteria pieniężna) lub rzeczowe (loteria fantowa). Można wyróżnić także loterie promocyjne (udział w loterii uzyskuje się przez nabycie towaru lub usługi i jest on wtedy bezpłatny) oraz loterie audiotek-sowe, w których uczestniczy się poprzez odpłatne połączenie telefoniczne.

Automaty ulokowane poza kasynami są to różnego rodzaju urządzenia mechaniczne i elektroniczne wyposażone w gry o nagrody pieniężne lub rzeczowe, w których gra zawiera element losowości. Ustawiane są w małych sklepach, budkach z fast food'ami itp. Wyróżnia się je jako oddzielny sektor, ponieważ dostęp do nich jest najłatwiejszy, a obsługa niezwykle prosta, co sprawia, że stanowią dużą część rynku.

Zakładami sportowymi – na gruncie polskiego prawa – są zakłady o wygrane pieniężne lub rzeczowe, polegające na odgadywaniu wyniku sportowego współzawodnictwa ludzi lub zwierząt, bądź zaistnienia różnych zdarzeń (Ustawa z dnia 19 listopada 2009 r., Art. 2).

Do głównych determinant podaży na rynku usług hazardowych należą: istniejące regulacje określające zasady wejścia przedsiębiorstw na rynek i świadczenie usług, poziom podatków, postęp technologiczny (The Swiss Institute of Comparative Law, 2006, s. 1108). Przedsiębiorstwa są ograniczane przez państwo i w rezultacie działają w sposób przeciwny do wolne-

go rynku, który wpływa negatywnie, na jakość oferowanych usług (wysokie podatki), ich liczbę (np. 1 kasyno na 250 tys. mieszkańców) oraz dostępność (minimalny wiek wymagany do wejścia do kasyna – 18 lat). Prawo w niektórych krajach (np. Polska, Chiny) ogranicza miejsca, w których usługi hazardowe mogą być sprzedawane lub całkowicie powierza produkcję monopolowi państwowemu.

Firmy decydujące się rozpocząć działalność na rynku hazardowym muszą spełnić wysokie wymagania dotyczące m.in. konieczności uzyskania licencji, posiadania przez pracowników świadectw zawodowych, rejestracji graczy, określonej formy działalności (w Polsce wyłącznie w formie spółki akcyjnej lub spółki z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą na terenie kraju) czy kwoty kapitału zakładowego (np. 4 mln PLN dla kasyna). Ponadto przedsiębiorcy podlegają opodatkowaniu podatkiem od gier, którego stawka determinuje rodzaj usług hazardowych, który rozwinię się na danym terenie. Niskie podatki sprzyjają rozwojowi rozbudowanych centrów hazardowych, świadczących też inne usługi (rozrywkowe, hotelowe, itp.). Wysoka stawka podatkowa może oznaczać wysokie wpływy do budżetu państwa, ale jednocześnie wymusza upraszczanie oferowanych usług, redukując je najczęściej do najprostszych automatów i wideoloterii (są to usługi, które generują najmniejsze koszty dla przedsiębiorców).

Na rozwój usług hazardowych duży wpływ miała rewolucja teleinformatyczna. Powstały nowe usługi hazardowe i zwiększyła się ich dostępność dla szerszej grupy odbiorców poprzez Internet.

Regulacje państwa mają zasadniczy wpływ na funkcjonowanie rynku po stronie podaży i jego efektywność. W bardziej konkurencyjnym środowisku istnienie ponadprzeciętnych zysków przyciągałoby innych dostawców, którzy staraliby się przejąć część rynku poprzez strategie obniżania cen, segmentacji rynku, oferowania większej różnorodności produktów. Natomiast skutkiem regulowania dostępu do rynku jest zmniejszenie dobrobytu konsumentów spowodowane wyższymi cenami i nieefektywnością w kwestii alokacji zasobów. Przedsiębiorstwa oferujące usługi hazardowe korzystają z efektu sieci (wartość głównej nagrody w loterii rośnie wraz z ilością zakupionych losów) oraz z efektów skali, np. konsolidacja kasyn w Stanach Zjednoczonych lub tworzenie ponadnarodowych loterii.

Dobrem na rynku hazardowym jest możliwość uczestniczenia w grze. Jest to pewnego rodzaju usługą mającą zapewnić dobrą zabawę, a jednocześnie stwarzać możliwość zysku. Hazard jest więc traktowany jako rodzaj hobby, czy nawet sportu, w którym samo uczestnictwo zapewnia satysfakcję, a końcowy rezultat (wygrana lub przegrana) jest mniej istotny. Innymi słowy, głównym celem jest dobra zabawa, nowe doświadczenia, atrakcyjne spędzenie czasu wolnego, itp.

Popyt na usługi hazardowe zachowuje się zgodnie z prawem popytu. Potwierdziło to m.in. badanie D.B. Suits'a (1979, s. 155). Na podstawie analiz zmiany wielkości podatku, który musieli płacić bukmacherzy w stanie Nevada (USA) w latach 1974-1975, stwierdził on, że skutek spadku stawki tego podatku liczba zawieranych zakładów zwiększyła się. Mniejsza stawka powodowała zmniejszenie prowizji bukmacherów (czyli spadła cena zawarcia zakładu) i doprowadziła do zwiększenia popytu. Oszacował on też, że usługi hazardowe charakteryzują się dużą elastycznością cenową popytu (powyżej 1,5), co oznacza, że spadek ich ceny powoduje bardziej niż proporcjonalny wzrost liczby zawieranych zakładów.

Do głównych determinant popytu na usługi hazardowe zalicza się: poziom dochodu, regulacje oraz przyzwolenie społeczne (The Swiss Institute of Comparative Law, 2006, s. 1097). Nieprzerwany wzrost popytu na usługi hazardowe na świecie trwa od połowy XX w. Spowodowane jest to większą społeczną akceptacją hazardu jako rozrywki, ogólną liberalizacją w kwestii moralnego i etycznego podejścia do hazardu, walką z nielegalnym rynkiem hazardowym (często związanym z obecnością zorganizowanej przestępczości) oraz – co niemniej ważne – z chęcią pozyskania dodatkowych dochodów z zalegalizowanego i opodatkowanego rynku hazardowego (The Swiss Institute of Comparative Law, 2006, s. 1097). Nie bez znaczenia była też integracja usług hazardowych z wydarzeniami sportowymi np. wyścigami konnymi i samochodowymi (firmy oferujące możliwość hazardu są często sponsorami drużyn piłkarskich, koncertów itp., dzięki czemu ich reklama przedostaje się do mediów).

Ceną na rynku hazardowym jest jednorazowy koszt uczestnictwa w grze oferowanej przez dany podmiot. W kasynach będzie to kwota, jaką decyduje się postawić gracz. Podobnie w przypadku zakładów sportowych – uczestnik decyduje, za ile zamierza grać. W przypadku loterii jest to koszt zakupu losu, a przy grze na automacie – koszt uczestnictwa w jednej grze. Organizator ogranicza się do ustalenia minimalnej ceny uczestnictwa (np. w Polsce koszt losu lotto to 3 PLN).

PRZEGLĄD REGULACJI

Wiele państw bardzo ściśle kontroluje rynek hazardowy, tj. liczbę podmiotów oferujących usługi oraz ich rodzaj, opodatkowanie oraz dostępność. Ich restrykcyjna polityka ma na celu ochronę konsumentów, zapobieganie oszustwom i uzależnieniom. Organizator gier hazardowych musi zazwyczaj ubiegać się o licencję na prowadzenie działalności (którą wydaje krajowy

organ prawny po spełnieniu określonych warunków). Innymi przykładami regulacji są: zakaz uczestnictwa w grach organizowanych przez zagranicznych operatorów, zakaz reklamowania usług hazardowych w mediach, minimalny wiek uczestnictwa (zazwyczaj 18 lat).

Tabela 1. zawiera bardzo syntetyczny przegląd regulacji w pięciu wybranych krajach. Uwzględniono Chiny, których rynek hazardowy jest największy na świecie, a także Wielką Brytanię, Francję, Włochy, które są liderami w kwestii stopnia uregulowania hazardu (także online) na swoim terenie oraz Polskę w związku z dyskusją, jaką wywołało wejście w życie ustawy hazardowej z 2009 r. Nie uwzględniono natomiast Stanów Zjednoczonych (pomimo tego, że jest to drugi największy rynek hazardowy na świecie). Wynika to z tego, że w USA każdy stan sam ustanawia regulacje. Istnieją stany, które całkowicie hazardu zakazują, jak też i takie, które nie nakładają prawie żadnych ograniczeń.

PRZESŁANKI I ZAKRES REGULACJI NA RYNKU HAZARDOWYM

Regulując hazard, państwo występuje z pozycji paternalistycznych i czyni to z podobnych powodów, jak w przypadku innych dóbr niepożądanych społecznie, jak wyroby tytoniowe, alkohole czy narkotyki. Argumentem za interwencją jest tu obawa o to, że jednostki mogą nie działać w swoim dobrze pojętym interesie. Ludzie palą, nawet gdy wiedzą, że to im szkodzi. Nie zapinają pasów bezpieczeństwa, nawet gdy wiedzą, że ich zapinanie zwiększa szanse na przeżycie wypadku (Stiglitz, 2005).

Usługi hazardowe są uważane za dobro szkodliwe społecznie, ponieważ powodują powstawanie patologii. Hazard przymusowy (patologiczny) został uwzględniony przez Dziesiątą Rewizję Międzynarodowej Statystycznej Klasyfikacji Chorób i Problemów Zdrowotnych (ICD 10). Jest to zaburzenie, które „polega na często powtarzającym się uprawianiu hazardu, który przeważa w życiu człowieka ze szkodą dla wartości i zobowiązań społecznych, zawodowych, materialnych i rodzinnych” (WHO, 2010). Uzależnienie od hazardu powoduje liczne negatywne skutki społeczne i ekonomiczne, które dotyczą hazardzistę, jego bliskich, ale i społeczeństwo. Wśród nich można wymienić: problemy rodzinne, problemy finansowe, przestępstwa gospodarcze, akty bandytyzmu, itp.

Tabela 1. Przegląd regulacji rynku usług hazardowych w wybranych krajach

Wyszczególnienie	Chiny	Francja	Polska	Wielka Brytania	Włochy
Organ odpowiedzialny za regulacje	brak	w zależności od sektora	brak	Gambling Commission (GC)	Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato (AAMS)
Podstawowy akt prawny	Ustawa z 2010 r.	Ustawa z 2010 r.	Ustawa z 2009 r.	Ustawa z 2005 r.	Ustawa z 2006 r.
Kasyna	zakazane, wyjątek - Makau i Hong Kong	licencje wydawane przez ministerstwo spraw wewnętrznych (160 kasyn)	zezwolenie ministra właściwego ds. finansów publicznych, 1 kasyno na 250 tys. mieszkańców miejscowości (1 kasyno na 650 tys. mieszcz. województwa)	licencje wydawane przez GC, obecnie 140 kasyn na terenie całego kraju (w tym 24 w Londynie)	licencje wydawane przez AAMS (5 kasyn w północnej części kraju)
		licencje wydawane przez ministerstwo spraw wewnętrznych	koncesja lub zezwolenie na prowadzenie działalności w zakresie gier losowych oraz rejestracja przez naczelnika urzędu celnego (rejestracja na okres 6 lat)	licencje wydawane przez GC, brak ograniczeń, dowolność w ustalaniu procentu zwrotu pieniędzy graczy	licencje wydawane przez AAMS
Automaty					
Zakłady wzajemne		monopol państwa – Le Pari Mutuel Urbain (PMU) i Le Pari Mutuel Hippodrome (PMH)	zezwolenie ministra właściwego ds. finansów publicznych	licencja wydawana przez GC	licencje wydawane przez AAMS (ponad 60 tys. punktów bukmacherskich)
		monopol państwa, kontrolowane przez La Française des Jeux	monopol państwa – Totalizator Sportowy; loterie pieniężne i fantowe na podstawie zezwolenia ministra właściwego ds. finansów publicznych	loteria narodowa kontrolowana przez National Lottery Commission, pozostałe wymagają licencji GC lub władz lokalnych	licencje wydawane przez AAMS (loteria narodowa – monopol państwa)
Loterie	monopol państwa				
Hazard online	zakazane, wyjątek - Makau	licencje wydawane przez Autorité de régulation des jeux en ligne – ARJEL	zakazany, z wyjątkiem zakładów wzajemnych	dozwolony, licencje wydaje GC	legalny, konieczność łączenia stron internetowych z centralnym systemem AAMS

Źródło: opracowanie własne wg stanu prawnego na 22.02.2012 r. na podstawie: Ustawa z dnia 19 listopada 2009 r., Gambling Commission (2012), Amministrazione Autonoma Monopoli di Stato (2012), Online Casino Suite (2011).

Najprostszym rozwiązaniem jest całkowita delegalizacja hazardu. Państwo napotyka tu jednak pewne problemy. Po pierwsze, delegalizacja doprowadzić mogłaby do tego, że hazard istniałby nadal, tylko poza kontrolą państwa. Po drugie, uznanie usług hazardowych za przestępstwo skazałoby graczy na brak państwowej ochrony. Zaczęliby oni kontaktować się ze światem przestępczym (rynek nielegalny bardzo szybko zostałby opanowany przez mafię) (Demaris, 1986). Hazard wyjęty spod prawa powoduje bowiem powstanie tzw. przestępstw bez ofiar (tam, gdzie przestępstwo dotyczy transakcji dokonywanej przez dwie dorosłe osoby, które wiedzą, na co się narażają i świadomie się na to godzą, naruszenie prawa jest praktycznie niewykrywalne). Po trzecie wreszcie, ważną kwestią jest wolność człowieka. Państwo, zakazując hazardu, narusza ją mówiąc graczom, czego nie wolno robić, wpływając na to, jak spędzają wolny czas, na co wydają pieniądze i jak kierują swoim życiem. Mając powyższe na uwadze, całkowita delegalizacja wydaje się być niemożliwa (zwłaszcza biorąc pod uwagę pojawienie się hazardu internetowego – w praktyce niemożliwe jest zablokowanie dostępu do stron operatorów).

Do zalet zalegalizowania hazardu należą: dodatkowy dochód państwa, tworzenie nowych miejsc pracy i wspomaganie rozwoju gospodarczego regionu (kasyna mogą powstawać w miejscach, które nie przyciągały do tej pory żadnych inwestycji).

Decydując się na regulację rynku usług hazardowych, państwo musi mieć świadomość istnienia wad legalizacji. Przeciwnicy hazardu słusznie zauważają, że legalizacja nie prowadzi do zmniejszenia szkodliwości gier hazardowych, które nadal pozostają uzależniające. Ponadto, legalizacja hazardu nie spowoduje zmniejszenia przestępstw z nim związanych. Głównym argumentem jest to, że zorganizowana przestępczość nie interesuje się jakimś biznesem dlatego, że jest on legalny lub nie, ale dlatego, że jest on dochodowy.

Państwo, decydując się na regulację rynku hazardowego, powinno dołożyć starań, aby chronić społeczeństwo przed negatywnymi skutkami gier. Staje ono przed dylematem, ponieważ z jednej strony chce ograniczać patologię, a z drugiej czerpać jak największe zyski z tytułu opodatkowania usług. Organizatorom gier natomiast zależy na zwiększaniu zysków, co osiągają poprzez zachęcanie coraz większej liczby graczy oraz wydłużanie czasu gry. Regulacje nakładane przez państwo mogą dotyczyć czterech głównych płaszczyzn: dostępności gier, środowiska, w którym toczy się gra, struktury gier oraz edukacji (Quinn, 2001).

Łatwa dostępność gier hazardowych jest niezbędna do częstego i długiego grania (które skutkować może powstaniem uzależnienia). Badania National Gambling Impact Study Commission (NGISC) wykazały, że dzia-

łalność kasyna w odległości poniżej 50 mil od miejsca zamieszkania podwyższa liczbę uzależnień o 50% (NGISC, 1999, s. 4). Ograniczenie dostępności usług hazardowych polegać mogłoby na podwyższeniu minimalnego wieku wymaganego do wejścia do kasyna, akceptowaniu grania wyłącznie za gotówkę, ograniczeniu godzin otwarcia. Ponadto można wprowadzić program identyfikacji graczy, do którego mógłby zgłosić się sam gracz, chcący walczyć z nałogiem (stworzyłoby to możliwość odmówienia wstępu dla zidentyfikowanych graczy uzależnionych). Warto także rozważyć budowę kasyn w miejscach oddalonych od dużych aglomeracji, które stają się wówczas specjalnymi centrami hazardu (jak np. Las Vegas).

Wystrój większości salonów gry przytłacza, stymuluje i zapewnia komfort graczom w taki sposób, aby grali jak najdłużej i jak najczęściej. Do proponowanych rozwiązań w kwestii otoczenia gier należą np.: redukcja liczby bodźców stymulujących i podtrzymujących podekscytowanie graczy, zakaz spożywania alkoholu i palenia papierosów na terenie kasyna.

Modyfikacje w zakresie struktury gier (tzn. sposobu rozgrywania danej gry) to np.: zmniejszenie szybkości gier automatowych, zatrzymywanie automatów na pierwsze 5 minut każdej godziny, takie same kwoty wygranych we wszystkich automatach (zlikwidowałoby to możliwość przekonania, że niektóre maszyny są „szczęśliwsze” od innych).

Edukowanie na temat hazardu i powiązanego z nim ryzyka mogłoby zmniejszyć rozmiary patologii. Organizatorzy nie są zainteresowani ujawnianiem wszystkich swoich informacji, ale powinni być przynajmniej zobowiązani do uprzedzania graczy o możliwych niebezpieczeństwach (podobnie jak firmy produkujące wyroby tytoniowe). Powinni dostarczać graczom więcej informacji na temat mechanizmów gier tak, aby mogli oni podejmować bardziej racjonalne i logiczne decyzje (Griffiths, 1995).

Przedsiębiorstwa oferujące usługi hazardowe powinny być liderami w kwestii rozpoznawania i identyfikowania graczy uzależnionych. Dobrym pomysłem jest wymóg szkolenia pracowników w kwestii rozpoznawania objawów patologii w podobnym stopniu, jak obecnie szkoleni są do rozpoznawania oszustw. Informacje na temat patologii i sposobów otrzymania pomocy przy uzależnieniu powinny być wypisane na każdej maszynie i stole na terenie kasyna. Pomoc w leczeniu natomiast, powinna przyjąć formę dzielenia się przez organizatorów z lekarzami wiedzą na temat bodźców stymulujących powstawanie patologii.

Powyższe sugestie mają na celu zmniejszenie skali hazardu patologicznego, co skutkować będzie również zmniejszeniem całkowitej liczby graczy oraz czasu ich grania. Przedsiębiorcy mogą twierdzić, że proponowane zmiany doprowadzą do zmniejszenia ich zysków i dlatego będą im przeciwni. Możliwe jest, że będąc zmuszeni do ograniczenia swoich usług,

zanotują spadek przychodów, niemniej zaoszczędzą ogromne sumy wydawane do tej pory na wystrój, reklamę, promocję i inne działania marketingowe. Działając jednocześnie na rzecz zmniejszenia skali patologii hazardowej mówią niejako „jesteśmy tu by oferować usługi, które uważamy za takie, które mogą być destrukcyjne dla niektórych ludzi, ale ograniczamy nasz udział w powstawaniu patologii” (Quinn, 2001).

ZAKOŃCZENIE

Usługi hazardowe są uważane za dobra szkodliwe społecznie. Interwencja państwa na rynku usług hazardowych jest zatem konieczna. Dokładne określenie zakresu regulacji nie jest proste, każda bowiem ingerencja niesie ze sobą konieczność wyboru między dwiema skrajnościami. Rząd musi znaleźć złoty środek pomiędzy zakazem i deregulacją tak, aby jednocześnie chronić obywateli i ograniczać negatywne skutki hazardu, ale też nie naruszać wolności człowieka i czerpać korzyści z tytułu opodatkowania tych usług.

Pomimo postępującej liberalizacji w niektórych sektorach dominującym rozwiązaniem nadal jest monopol państwa (najczęściej są to loterie narodowe). Stanowi to istotne źródło dochodów budżetu.

Podsumowując, wyniki pracy skłaniają do wniosku, że rynek usług hazardowych wymaga nieustannego monitorowania. Spowodowane jest jego dynamicznym rozwojem i szybkimi zmianami. Państwa powinny dążyć do jak najlepszego uregulowania kwestii przemysłu hazardowego pod względem ochrony społeczeństwa i maksymalizacji korzyści fiskalnych z jego legalizacji.

LITERATURA

- Amministrazione Autonoma Monopoli di Stato, <http://www.aams.gov.it/> (stan na 22.02.2012 r.).
- Demaris O. (1986), *How Greed, Corruption and the Mafia Turned Atlantic City into the Broadwalk Jungle*, Bantam Books, New York.
- Fasman J. (2010), *A special report on gambling*, „The Economist”, Vol. 394 No 8690.
- Gambling Commission, <http://www.gamblingcommission.gov.uk/> (stan na 22.02.2012 r.)
- Griffiths M. (1995), *The role of subjective mood states in the maintenance of fruit machine gambling behavior*, „Journal of Gambling Studies”, No. 11.
- NGISC (1999), <http://govinfo.library.unt.edu/ngisc/reports/finrpt.html>, (stan na

- 25.02.2012).
- Nevada Revised Statutes, <http://www.gambling-law-us.com/State-Laws/Nevada>, (stan na 22.02.2012 r.).
- Online Casino Suite (2011), *World Gambling Review* (2011), <http://onlinecasinosuite.com/website/> (stan na 22.02.2012 r.).
- Quinn F.L. (2001), *First Do No Harm: What Could Be Done by Casinos to Limit Pathological Gambling*, „Managerial and Decision Economics”, Vol. 22., No 1/3.
- Stiglitz J.E. (2005) *Ekonomia sektora publicznego*, Warszawa.
- Suits D.B. (1979), *The Elasticity of Demand for Gambling*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 93.
- The Swiss Institute of Comparative Law (2006), *Study of gambling services in the internal market of the European Union*, European Commission.
- Ustawa z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych, Dz. U. nr 201, poz. 1540.
- WHO (2010), International Classification of Diseases (ICD), <http://apps.who.int/classifications/icd10/browse/2010/en>, (stan na 25.02.2012 r.).

Ewa Wilmanowicz

ROLA MEDIÓW SPOŁECZNOŚCIOWYCH WE WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

Słowa kluczowe: *portale społecznościowe, nowe media, Facebook, Twitter*

Abstrakt: W ciągu ostatnich lat portale społecznościowe stały się nie tylko jednym z symboli naszych czasów, ale także nieodłącznym elementem komunikacji. Rosnąca liczba użytkowników, w tym międzynarodowych firm i kluczowych postaci ze świata polityki i biznesu spowodowała, że portale społecznościowe zaczęły odgrywać ważną rolę w światowej gospodarce. Zwiększone możliwości komunikacyjne wykorzystywane są w strategiach marketingowych i procesach rekrutacyjnych, a także polityce.

Celem artykułu jest usystematyzowanie kierunków i siły oddziaływania nowoczesnych mediów na poszczególne obszary gospodarcze. Z wykorzystaniem aktualnych raportów krajowych i międzynarodowych dokonano oceny znaczenia portali społecznościowych w życiu pojedynczych użytkowników, funkcjonowaniu firm oraz w procesach gospodarczych. W artykule zawarta została także analiza korzyści i zagrożeń (strat) związanych z wciąż rosnącą popularnością nowych mediów.

THE ROLE OF SOCIAL MEDIA IN THE MODERN GLOBAL ECONOMY

Keywords: *social networking sites, new media, Facebook, Twitter*

Abstract: In within recent years, social networking sites have become, not only one of the symbols of our times, but also an integral part of communication. A growing number of users, including international businesses and key figures from the world of politics and business resulted in the portals meant that social networks have come to play an important role in the global economy. Starting from the increased communication capabilities through the use of marketing strategies and recruitment processes, to the financial markets and politics.

This article aims to systematize the directions and the impact of modern media on individual economic. The author using reports and current national and international assesses, evaluates the significance of social networks in the lives of individual users functioning of firms and economic processes. In article has been concluded an analysis of the benefits and risks (losses) related to growing popularity of new media.

WPROWADZENIE

Na przestrzeni ostatnich lat mogliśmy dostrzec jak bardzo portale społecznościowe wpisały się w obraz globalnej wioski, zbliżając ze sobą ludzi bez względu na ich geograficzne położenie i strefę czasową. Niezmiennie milionom użytkowników umożliwiają codzienny kontakt, wymianę poglądów i poznawanie innych kultur. Choć pierwszą komercyjną próbą stworzenia mapy rzeczywistych relacji międzyludzkich z wykorzystaniem prawdziwych tożsamości był Sixdegrees założony w 1997 r. (Kirkpatrick, 2011, s. 72), to popularność Facebooka spowodowała, że *social media* coraz silniej oddziałują na światową gospodarkę. Z nowoczesnego komunikatora stały się narzędziem kreowania wizerunku firm, marketingu oraz sposobem na poszukiwanie pracy. Mnogość portali tematycznych pociągnęła za sobą rozwój strategii konkurencyjności poprzez urozmaicenie funkcji i aplikacji, a zysk generowany przez *social media* pozostaje nie bez znaczenia dla światowych rynków finansowych.

POTEŃGA PORTALI SPOŁECZNOŚCIOWYCH

Według ostatnich oficjalnych danych Facebook posiada obecnie 910 mln aktywnych użytkowników miesięcznie (rok temu było ich 680 mln) i 526 mln aktywnych użytkowników dziennie (rok temu – 372 mln). Miesięcznie aktywnych użytkowników korzystających z mobilnej wersji serwisu obecnie jest zaś już 488 mln. Dziennie do serwisu dołączanych jest średnio 300 mln zdjęć, 3,2 mld razy w ciągu doby dodawany jest komentarz lub znacznik „Lubię to”. 225 mln kont zarejestrowano w serwisie Twitter do końca 2011 r., a liczba „*tweetów*”¹ to 250 mln dziennie (Gazeta Prawna, 2012a). Według serwisu Royal Pingdom liczba kont na wszystkich serwisach społecznościowych łącznie wynosiła 2,4 mld pod koniec 2011 r. i była tylko o 0,2 mld mniejsza od liczby kont w komunikatorach społecznościowych

¹ *Tweet* to krótka wiadomość tekstowa nie przekraczająca 140 znaków.

(Royal Pingdom, 2011). Wszystkie te liczby jednoznacznie wskazują na ogromną popularność internetowych rozwiązań komunikacyjnych, w których sieć powiązań między użytkownikami ciągle się zagęszcza.

Facebook stał się fenomenem na skalę globalną, nie tylko ze względu na stworzenie nowego modelu komunikowania się użytkowników Internetu. Jego wyjątkowa pozycja wynika także z ekonomicznego wpływu, który wywiera na inne podmioty. Analizę wielkości tego wpływu w 2011 r. w krajach Unii Europejskiej oraz Szwajcarii przeprowadziła firma doradcza Deloitte. Jej wyniki pokazują, że portal społecznościowy oddziałuje na gospodarkę krajów zarówno w wąskim zakresie, poprzez codzienną aktywność firmy Facebook, jak i w szerokim spektrum, poprzez działalność podmiotów trzecich, które korzystają z jego ekosystemu (Deloitte, 2012, s. 4). Do działań bezpośrednich zalicza się m.in. wydatki Facebooka na pensje pracowników, podatki oraz zysk wygenerowany z aktywności w 2011 r., a także wartość wytworzoną w różnych gałęziach przemysłu związanych z zapewnianiem dostaw dla firmy. Szacuje się, że wymienione wyżej obszary działalności generują wartość dodaną w wysokości 214 mln EUR (z czego 124 mln EUR płynie bezpośrednio z działalności Facebooka) i utrzymują ponad 3 tys. miejsc pracy w Europie – z czego 600 osób to bezpośredni pracownicy zatrudnieni przez portal (Forbes, 2012a).

Dane z raportu wskazują na największe korzyści z istnienia portalu Facebook i powiązanych z nim podmiotów dla gospodarki Niemiec i Wielkiej Brytanii. W obu krajach *social media* zaowocowały kwotą 2,6 mld EUR w wartości PKB. Na trzeciej pozycji znalazły się Włochy z wpływem na poziomie 2,5 mld euro (Gazeta Prawna, 2012b). Pomimo dużych korzyści finansowych niemiecka gospodarka odczuwa jednak również negatywny wpływ portali społecznościowych na efektywność pracy. Statystyczny pracownik korzysta z Facebooka średnio przez 2,5 godziny tygodniowo. Co czwarty Niemiec loguje się na portale społecznościowe w godzinach pracy, co w skali kraju powoduje straty rzędu 27 mld EUR (Newsweek, 2011) co stanowi wartość ponad dziesięciokrotnie wyższą od wpływów do gospodarki związanych z działalnością Facebooka.

Osobnym segmentem działalności największego na świecie portalu społecznościowego jest tworzenie i obsługa aplikacji dostępnych dla jego użytkowników. Zapotrzebowanie na gry i programy było podstawą stworzenia co najmniej 182 tys. miejsc pracy, w tym 53 tys. bezpośrednio w firmach przygotowujących oprogramowanie, a realna wartość liczona w twardym pieniądzu, którą Facebook wniósł do gospodarki amerykańskiej szacowana jest na 12,19 mld USD. Jak policzyli naukowcy z Uniwersytetu w Maryland, bezpośrednie zatrudnienie przy pisaniu aplikacji na Faceboo-

ka znajduje 53 434 osób w USA, którzy łącznie zarabiają 5,1 mld USD, co czyni ten przemysł bardzo dochodowym biznesem (DIGITS, 2011, s. 6).

REKLAMA I PUBLIC RELATIONS ZA POŚREDNICTWEM SOCIAL MEDIA

Popularność serwisów społecznościowych i komunikatorów sprawiła, że stały się one wyjątkowo skutecznym narzędziem marketingowym wykorzystywanym przez firmy i osoby publiczne. Znacznik „Lubię to” na stałe wpisał się w wachlarz mierników skuteczności kampanii promocyjnych i społecznych. Stał się także wyrazem aprobaty i akceptacji użytkowników Internetu dla wszelkiego rodzaju poglądów, inicjatyw społecznych, produktów, marek czy znanych osobistości. O popularność w *social media* zabiegają nie tylko środowiska biznesowe, ale także polityczne i artystyczne. Często z „polubienia” wynikają wymierne korzyści, jak możliwość uczestnictwa w wydarzeniu kulturalnym lub rabaty udzielane podczas zakupu produktów „polubionej” na Facebooku marki. Rosnące znaczenie popularności na portalach społecznościowych doprowadziło do powstawania ofert sprzedaży określonej liczby fanów. Część z nich była odpłatną aprobatą prawdziwych użytkowników, inne natomiast generowane były przez konta fikcyjne lub specjalnie stworzone aplikacje (Gazeta Prawna, 2010a). W Polsce imponująco wzrasta także liczba tzw. *fan page* konkretnych firm, usług czy produktów. Pod koniec 2010 r. było ich 11 tys. i codziennie przybywa kilkadziesiąt nowych. Samych aplikacji reklamowych na polskim Facebooku jest już 350.

Kampanie wizerunkowe na portalach społecznościowych stały się odrębną usługą domów mediowych i agencji reklamowych, które posiadaczy profilu traktują już jako osobną grupę docelową, wyodrębnioną spośród użytkowników Internetu. Według badania firmy E-marketer w samych Stanach Zjednoczonych wydatki na reklamę w serwisach społecznościowych osiągnęły w 2010 r. sumę niemal 1,7 mld USD. Oznacza to, że rosła w tempie 20% rocznie. Największa część tego imponującego tortu przypada Facebookowi – według szacunkowych danych w 2010 r. tylko na amerykańskich reklamodawcach zarobił on ponad 800 mln USD. Może też liczyć na to, że już w przyszłym roku przebije magiczną granicę 1 mld USD (Gazeta Prawna, 2010b).

Swoje wizerunki i strategie promocyjne uzależniają od portali społecznościowych największe międzynarodowe koncerny z różnych branż. Milionowe inwestycje w społecznościowy biznes owocują co roku jeszcze większą popularnością i skutecznością kampanii. W tym roku zaowocowa-

ły także prestiżowymi nagrodami. W lutym 2012 r. Facebook po raz pierwszy nagrodził tych, którzy w najlepszy sposób wykorzystują facebookowe narzędzia. Założeniem organizatorów było, by Facebook Studio Awards przypadły tym kampaniom, które w największym stopniu odpowiadają wymogom obecnych trendów w marketingu. Wśród kryteriów wyboru można wymienić m.in. sposób wykorzystania Facebooka przy jej prowadzeniu, wykorzystanie innych mediów czy też „dopasowanie” kampanii do odbiorców, kreatywność i innowacyjność (Facebook Studio, 2012). Zwycięska kampania została zrealizowana dla American Express, jednego z najbardziej znanych przedsiębiorstw finansowych na świecie. Przeprowadziły ją wspólnie agencje Digitas i Crispin Porter+Bogusky (CP+B). Celem kampanii było wypromowanie tzw. Small Business Saturday. „Sobota Małych Biznesów” w założeniu American Express ma przypadać po „Czarnym piątku”, czyli dniu otwierającym sezon zakupowy w Stanach Zjednoczonych. W przeciwieństwie jednak do dnia poprzedzającego, ma przynosić profity przede wszystkim mikroprzedsiębiorcom. Przyznanie Facebook Studio Awards spowodowało znaczny wzrost popularności kampanii. *Fan page* Small Business Saturday podwoił liczbę fanów (obecnie już ponad 2,8 mln), a kampanię „przeprowadzało” ponad 500 tys. przedsiębiorców. Znacznie wzrosła też świadomość opinii publicznej. W akcji wziął udział sam prezydent Barack Obama. Najlepszym dowodem sukcesu kampanii jest przyjęta jednogłośnie rezolucja amerykańskiego Kongresu, której celem jest promowanie tego dnia w kalendarzu (Kawik, 2012).

ZNACZENIE SOCIAL MEDIA W INNYCH OBSZARACH GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Choć z pozoru oddziaływanie mediów społecznościowych nie wychodzi poza Internet i jego użytkowników, to rosnąca popularność w skali świata dosięga nawet najmniej związanych z komunikacją sektorów. Centra, w których gromadzone są zasoby największych portali informacyjnych i społecznościowych, zużywają 1,5-2% produkowanej na świecie energii elektrycznej. Trwająca internetowa rewolucja sprawia, że ich zapotrzebowanie na prąd rośnie o 12% rocznie – szacuje Greenpeace International w najnowszym raporcie (Greenpeace, 2011, s. 6). Ekolodzy wytykają koncernom IT, że jest to brudna energia, podnosząca emisję CO₂. Rozwój mobilnej komunikacji i technologii informacyjnych zmienia sposób, w jaki ludzie komunikują się ze światem, zarówno prywatnie, jak i w celach biznesowych, przez co rośnie częstotliwość wymiany informacji. Brak ograniczeń i kosztów uzależnionych bezpośrednio od wielkości przesyłanych

danych, powoduje, że większość komunikatów posiada niską wartość merytoryczną. Dostęp do informacji w czasie rzeczywistym, za pośrednictwem tzw. chmur obliczeniowych (ang. *cloud-computing*), to prawdziwy skok cywilizacyjny (Piszczatowska, 2011). Jednak poza centrami danych emisję CO₂ generuje także stale rosnąca wartość produkcji urządzeń mobilnych umożliwiających dostęp do danych. Według szacunków Greenpeace wydatki na komunikację w 2011 r. na całym świecie sięgnęły 4,34 trylionów USD (Greenpeace, 2011, s. 6).

Innym sektorem, na który oddziałują media społecznościowe jest rynek nieruchomości. Ceny domów w Dolinie Krzemowej wzrastały nawet wtedy, gdy rynek nieruchomości w USA przeżywał kryzys. Wartość indeksu cen domów S&P Case-Schiller, który powstaje w oparciu o statystyki z rynku nieruchomości w dwudziestu największych metropoliach w Stanach Zjednoczonych, spadła w marcu 2009 r. o 3,6% rok do roku. Średnie ceny domów jednorodzinnych w Palo Alto, mateczniku Facebooka, wzrosła w maju 2010 r. o 20% do 1,63 mln USD, najmocniej od 2008 r. – wynika z danych firmy DataQuick. W Mountain View, gdzie znajduje się siedziba LinkedIn Corp., ceny wzrosły o 3,1% do 957 tys. USD (Global X Funds, 2012).

Poza zasięgiem oddziaływania na rynku nieruchomości pozostaje Twitter – serwis społecznościowy umożliwiający prowadzenie mikrobloga² w postaci wpisów do 140 znaków. Jego wykorzystanie okazuje się niezwykle skuteczne w prowadzeniu przedwyborczych kampanii politycznych. Agencja Burson-Marsteller opublikowała listę 10 najbardziej wpływowych osób kształtujących polską debatę publiczną poprzez serwis społecznościowy Twitter. W pierwszej dziesiątce najczęściej nazwisk kojarzonych jest z polską sceną polityczną, m.in. Jerzy Buzek (przewodniczący Parlamentu Europejskiego w latach 2009-2012), Paweł Graś (poseł i rzecznik prasowy premiera Donalda Tuska), Janusz Palikot (przewodniczący klubu poselskiego Ruch Palikota), Radosław Sikorski (Minister Spraw Zagranicznych) (Twitter, 2012). Popularność Twittera na scenie politycznej jest jeszcze większa za oceanem. Było to pierwsze źródło informacji o starcie obecnego Prezydenta USA Baracka Obamy w kolejnych wyborach prezydenckich. Obecnie jego profil ma ponad 15,5 mln obserwujących³. W 2011 r. swój profil utworzyła także Michelle Obama – Pierwsza Dama USA (Gazeta.pl, 2011).

² Dziennik elektroniczny prowadzony na portalu społecznościowym.

³ Stan na 20 maja 2012 r.

RYNKI FINANSOWE W RĘKACH *SOCIAL MEDIA*

Portale społecznościowe nabierają znaczenia w gospodarce światowej nie tylko dzięki ogromnej popularności, ale także ze względu na coraz silniejsze powiązania z rynkiem finansowym. Pierwszym przykładem może być Fundusz Social Media ETF, którego jednostki można było kupować po raz pierwszy na Wall Street, 15 listopada 2011 r. Nowy ETF ma naśladować notowania indeksu Solactive Social Media Index, który obejmuje akcje 25 nowatorskich spółek internetowych z całego świata. W skład tego wskaźnika wchodzi m.in. głośni tegoroczni debiutanci: serwis zakupów grupowych Groupon, portal społecznościowy ułatwiający kontakty zawodowe LinkedIn i operator najpopularniejszej rosyjskiej wyszukiwarki internetowej Jandex. Duży udział w indeksie ma też Google, z racji tego, że należą do niego społecznościowe serwisy YouTube i Google+ (Ekonomia24, 2011). Drugim kanałem, przez który media społecznościowe oddziałują na rynki finansowe, jest amerykańska giełda, na której debiutują kolejne spółki. Kiedy do debiutu giełdowego przygotowywał się amerykański LinkedIn⁴, zainteresowanie inwestorów było tak duże, że cena akcji została podniesiona o 30%. Cena wyjściowa wynosiła 45 USD, następnie jeszcze tego samego dnia wzrosła do 122,7 USD i spadła do 106 USD. Był to niezwykle udany debiut choć warto zwrócić uwagę, że wycena niszowego serwisu w dniu debiutu (10 mld USD) 17-krotnie przekraczała przychód firmy w 2010 r. (Spider, 2011). W wyniku wycen spółek, których szacowana wartość znacznie przekracza przychody, może dojść do „drugiej spekulacyjnej bańki internetowej” (Sudak, 2011). W 2010 r. Microsoft, największy na świecie producent oprogramowania, za 8,5 mld USD kupił internetowy komunikator Skype, posiadający 660 mln użytkowników, którego strata netto pod koniec 2009 r. wynosiła 7 mln USD (Boguszewicz, 2011). Spośród liderów bańki internetowej największe różnice między wyceną rynkową a przychodami wykazuje Twitter. Mimo, że jest on nazywany najważniejszym obywatelskim medium świata (ze względu na zaangażowanie wpływowych postaci ze świata polityki), to generuje stosunkowo mały przychód z reklam i komercyjnych form działalności serwisu. W efekcie tego jego ubiegłoroczne przychody nie przekroczyły 150 mln USD, a wycena jest 50-krotnie wyższa – 7,7 mld USD (Sudak, 2011).

Najbardziej oczekiwanym debiutem giełdowym był jednak Facebook. Najpopularniejszy portal społecznościowy świata 18 maja 2012 r. zadebiutował na NASDAQ. Transakcje akcjami Facebook’a na Wall Street rozpoczęły się z kilkunastominutowym opóźnieniem. Jest to trzecia największa

⁴ Serwis dla osób skupionych na rozwijaniu kariery, pomyślany głównie jako miejsce do nawiązywania kontaktów biznesowych.

początkowa oferta publiczna w historii rynku finansowego USA. Firma wyceniła swoje akcje na 34-38 USD. Początkowo zaczęły one zwyżkować o około 10% do ponad 42 USD, ale potem ich cena spadła i na jakiś czas ustabilizowała się na poziomie 39 USD. Zdaniem komentatorów IPO wypadło poniżej oczekiwań, według których cena miała wzrosnąć do 45, a może nawet 50 USD za akcję (Waniek, 2012). Zdaniem ekspertów wejście światowego giganta na giełdę może stać się początkiem nowej bańki internetowej, która za parę lat pęknie z hukiem podobnym do tego z przełomu wieków. Przyczyn jest co najmniej kilka. Po pierwsze, wycena firmy – zdaniem wielu ekspertów – była absurdalnie wysoka. Jako spółka giełdowa, Facebook będzie pod stałą presją inwestorów na szybką, kwartalną poprawę wyników finansowych. Presja ta może być na tyle mocna, by wpływać na decyzje zarządu (Forbes, 2012b).

ZAKOŃCZENIE

Wpływ portali społecznościowych na współczesną gospodarkę światową należy rozpatrywać nie tylko w kontekście przemian technologicznych, ale także skutków w różnych dziedzinach rynku, jakie spowodowała ogromna popularność portali. Możemy mówić o oddziaływaniu na różnorodne segmenty światowych rynków począwszy od nowych trendów w sektorze zatrudnienia, poprzez wzrost znaczenia Internetu w kampaniach marketingowych, a na rynkach finansowych skończywszy. Rosnąca popularność kontaktu ze światem za pośrednictwem urządzeń mobilnych, nie bez znaczenia pozostaje także dla środowiska. Tematyczne *social media* stały się pomocne w rozwoju kariery zawodowej i pozyskiwaniu poparcia politycznego. Najpopularniejsze witryny funkcjonują w kilkudziesięciu językach świata, a liczba użytkowników nieustannie wzrasta. Wykorzystanie mediów w marketingu i promowaniu wizerunku firm i instytucji oraz komercyjne wykorzystanie sieci powiązań między użytkownikami sprawiły, że serwisy przekształciły się w międzynarodowe spółki generujące milionowe zyski, a w następstwie zadebiutowały na giełdzie. Choć światowy gigant dopiero pojawił się na NASDAQ, warto zauważyć, że jego pozycja może w dużym stopniu zaważyć na dalszych losach portali społecznościowych oraz spowodować powstanie bańki spekulacyjnej, podobnej do tej z przełomu wieków.

LITERATURA

- Boguszewicz T. (2011), *Pęczniejże bańka internetowa*, <http://www.rp.pl/artykul/660588.html> (stan na 17.05.2012 r.).
- Deloitte (2012), *Measuring Facebook's economic impact in Europe. Executive Summary*, London.
- Ekonomia24 (2011), *Portale społecznościowe mają swój fundusz* <http://www.ekonomia24.pl/artykul/755489-Portale-spoecznościowe-maja-swoj-fundusz.html> (stan na 23.04.2012 r.).
- Facebook Studio (2012), *Small Business Saturday 2011* <http://www.facebook-studio.com/awards/winners#/gallery/submission/small-business-saturday-1> (stan na 10.05.2012 r.).
- Forbes (2012 a), *Miliardy zarobione na Facebooku. Gdzie są?*, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/miliardy-zarobione-na-facebooku--gdzie-sa,24507,1> (stan na 30.04.2012 r.).
- Forbes (2012 b), *Debiut za 100 miliardów dolarów*, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/debiut-za-100-miliardow-dolarow,27133,2> (stan na 30.04.2012 r.).
- Gazeta Prawna (2010a), *Kup 100 fanów na Facebooku - w sieci kwitnie handel ludźmi*, http://www.gazetaprawna.pl/wiadomosci/artykuly/431691,kup_100_fanow_na_facebooku_w_sieci_kwitnie_handel_ludzi.html (stan na 17.05.2012 r.).
- Gazeta Prawna (2010b), *Facebook: reklamodawcy to lubią*, http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/461448,facebook_reklamodawcy_to_lubia.html (stan na 10.05.2012 r.).
- Gazeta.pl (2011), *Obama rozpoczyna kampanię o reelekcję Twitterem i Facebookiem*, http://technologie.gazeta.pl/internet/1,104530,9377987,Obama_rozpoczyna_kampanie_o_reelekcje_Twitterem_i_facebookiem.html (stan na 23.04.2012 r.).
- Gazeta Prawna (2012a), *W 2011 r. kraje UE i Szwajcaria zarobiły 15,3 mld euro dzięki Facebookowi*, http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/596482,deloitte_w_2011_r_kraje_ue_i_szwajcaria_zarobily_15_3_mld_euro_dzieki_facebookowi.html (stan na 10.05.2012 r.).
- Gazeta Prawna (2012b), *Najnowsze statystyki Facebooka: 900 milionów użytkowników zawiera dziennie 125 miliardów znajomości*, http://serwisy.gazetaprawna.pl/nowe-technologie/artykuly/612517,najnowsze_statystyki_facebooka_900_milionow_uzytkownikow_zawiera_dziennie_125_miliardow_znajomosci.html (stan na 23.04.2012 r.).
- Global X Funds (2012), *Global Connections* <http://www.globalxfunds.com/social-mediaetf/> (stan na 23.04.2012 r.).
- Greenpeace (2011), *How dirty is your Data?* <http://www.greenpeace.org/international/Global/international/publications/climate/2011/Cool%20IT/dirty-data-report-greenpeace.pdf> (stan na 23.04.2012 r.).
- Kawik A. (2012), *Facebook po raz pierwszy nagrodził najlepsze kampanie*, <http://socialpress.pl/2012/02/facebook-po-raz-pierwszy-nagrodzil-najlepsze-kampanie/#> (stan na 13.05.2012 r.).

- Kirkpatrick D. (2011), *Efekt Facebooka*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Newsweek (2011), *Niemieccy pracownicy kochają Facebooka*, <http://swiat.newsweek.pl/nemieccy-pracownicy-kochaja-facebook,86468,1,1.html> (stan na 17.05.2012r.).
- Piszczałowska J. (2011), *Używasz Facebooka i Google? Emisja CO2 rośnie*, <http://www.rp.pl/artykul/648142.html> (stan na 18.05.2012 r.).
- Royal Pingdom (2011), *Social network popularity around the world in 2011*, <http://royal.pingdom.com/2011/10/21/social-network-popularity-around-the-world-in-2011/>(stan na 17.05.2012 r.).
- DIGITS (2011), *The Facebook App Economy*, http://www.rhsmith.umd.edu/digits/pdfs_docs/research/2011/AppEconomyImpact091911.pdf (stan na 18.05.2012 r.).
- Spider S. (2011), *LinkedIn + 140% na debiucie giełdowym. Niedościgniony okrutnie*, <http://www.spidersweb.pl/2011/05/linkedin-140-na-debiucie-gieldowym-niedoscigniony-okrutnie.html> (stan na 17.05.2012 r.).
- Sudak I. (2011), *Facebook, Groupon i inni. Nadchodzi druga banka internetowa czy świetny interes?*, http://wyborcza.biz/Gieldy/1,122116,10831102,Facebook_Groupon_i_inni_Nadchodzi_druga_bank_a_internetowa.html (stan na 17.05.2012 r.).
- Twitter (2012), <https://twitter.com/> (stan na 17.05.2012 r.).
- Waniek R. (2012), *Facebook na giełdzie: na razie Lubię to!*, <http://www.rp.pl/artykul/877953.html> (stan na 21.04.2012 r.).

NOTA O AUTORACH

Katarzyna Brzoska	Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Mariusz Kapuściński	Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Justyna Kłobukowska	Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Radosław Kotkowski	Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Jakub Kozłowski	Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Joanna Krawczyk	Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Magdalena Kuczmarska	Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Aleksandra Lewandowska	Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Bartłomiej Perekitko	Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Sandra Rataj	Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Rafał Rybacki	Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Krzysztof Skieresz	Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Ewa Wilmanowicz	Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu