



Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku – ISSN 1899-9867  
www.wsb.gda.pl/prace\_naukowe  
Tom XVIII/2012 – FINANSE W DOBIE KRYZYSU

**Kolegium Wydawnicze:**

Monika Wyrzykowska-Antkiewicz – Przewodniczący

**Recenzenci:**

Prof. nadzw. dr hab. Andrzej Borowicz  
Prof. nadzw. dr hab. Tatiana Czerwińska  
Prof. nadzw. dr hab. Mariola Piłatowska  
Prof. nadzw. dr hab. Lech Nieżurawski  
Prof. nadzw. dr hab. Marian Turek  
dr hab. Jerzy Bohelke

© Copyright do wydania polskiego Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

Treści w całości chronione są przez system Plagiat.pl

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zabronione jest kopiowanie, skanowanie (w tym przez Google Inc.), przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autorów i wydawcy.

Zdjęcie (grafika) udostępnione dzięki istockphoto.com – #8322709@ Giedrius Dagys

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

**Wydawca:**

Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku  
ul. Dolna Brama 8  
80-821 Gdańsk  
e-mail: redakcja@wsb.gda.pl

Wydanie I, Warszawa 2012  
ISSN 1899-9867  
ISBN: 978-83-61712-13-8

**Współwydawca:**

CeDeWu Sp. z o.o.  
00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49  
e-mail: cedewu@cedewu.pl

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2015  
ISBN 978-83-7941-212-9

ISBN 978-83-7556-506-5  
EAN 9788375565065

# Spis treści

Wprowadzenie.....	7
-------------------	---

## Część I

### Skutki kryzysu finansowego

1. Globalny kryzys finansowy – implikacje dla międzynarodowego systemu walutowego – <i>Tadeusz Miruszewski</i> .....	13
1.1. Globalne nierównowagi we współczesnej gospodarce.....	13
1.2. Paradoksy międzynarodowych finansów a globalne nierównowagi.....	16
1.3. Współczesne hipotezy globalnych nierównowag w teorii ekonomii .....	19
Streszczenie/Summary .....	24
Bibliografia .....	25
2. <i>Have REITs Overcome the Crisis?</i> – <i>Marta Wiśniewska</i> .....	27
2.1. REITs performance measures .....	29
2.2. US REITs.....	31
2.3. Non-US REITs.....	34
Summary/Streszczenie .....	41
References .....	42
3. Najważniejsze zmiany i tendencje na globalnym rynku w świetle kryzysu finansowego – <i>Marcin Jałowiecki</i> .....	43
3.1. Kluczowe czynniki dla konkurencji i wzrostu gospodarczego.....	44
3.2. Zmiany oczekiwań na globalnym rynku .....	47
3.3. Wydajność pracy w Chinach .....	49
3.4. Obniżenie potencjału wzrostu PKB w USA i głównych gospodarkach rozwiniętych.....	50
3.5. Konsolidacja sieci wymiany produkcji.....	51
Streszczenie/Summary .....	52
Bibliografia .....	53

## Część II

### Funkcjonowanie rynku kapitałowego i pieniężno-kredytowego

4.	Kontrowersje wokół wprowadzenia podatku od transakcji finansowych – <i>Eugeniusz Gostomski</i> .....	57
4.1.	Przesłanki opodatkowania transakcji finansowych .....	58
4.2.	Podatek od transakcji finansowych według koncepcji Komisji Europejskiej .....	59
4.3.	Argumenty przeciwko opodatkowaniu transakcji finansowych .....	60
4.4.	Alternatywne rozwiązania podatkowe .....	62
	Streszczenie/Summary .....	63
	Bibliografia .....	64
5.	NiefORMALNY SEKTOR POŻYCZEK W CHINACH – <i>Ewa Cieślak</i> .....	65
5.1.	Historia rozwoju mikrofinansów w Chinach .....	66
5.2.	Poziom rozwoju mikrofinansów w Chinach .....	67
5.3.	NiefORMALNE INSTYTUCJE FINANSOWE W CHINACH .....	69
5.4.	Mikrofinanse a niefORMALNY SEKTOR POŻYCZEK .....	70
	Streszczenie/Summary .....	74
	Bibliografia .....	75

## Część III

### Finanse organizacji gospodarczych

6.	Wpływ wyceny zasobów w wartości godziwej na obraz przedsiębiorstwa „XYZ” w sprawozdaniu finansowym – <i>Anna Podurgiel</i> .....	79
6.1.	Istota wartości godziwej .....	80
6.2.	Podstawowe dane o firmie „XYZ” .....	82
6.2.1.	Wycena w wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnej w firmie „XYZ” .....	85
6.2.2.	Wycena w wartości godziwej wartości niematerialnych w firmie „XYZ” .....	86
6.2.3.	Wycena w wartości godziwej zapasów w firmie „XYZ” .....	89
	Streszczenie/Summary .....	93
	Bibliografia .....	95

<b>7. Ubezpieczenia i dopłaty bezpośrednie jako instrumenty ograniczania ryzyka w gospodarstwach rolnych – Piotr Sulewski</b> .....	97
7.1. Teoria oczekiwanej użyteczności.....	98
7.2. Założenia badawcze.....	99
7.3. Podejście oparte na średniej i wariancji ( <i>expected value variance approach</i> ) .....	100
7.4. Scenariusze .....	102
7.5. Wyniki badań .....	103
Streszczenie/Summary .....	112
Bibliografia .....	113
<b>8. Organizacja księgowości w jednostkach gospodarczych – obszary ryzyka – Grażyna Voss</b> .....	115
8.1. Istota i zakres organizacji rachunkowości.....	116
8.2. Polityka rachunkowości.....	119
8.3. Dokumenty księgowe – obieg i archiwizacja .....	122
8.4. Obszary ryzyka wynikające z organizacji rachunkowości .....	123
Streszczenie/Summary .....	125
Bibliografia .....	126

#### Część IV

#### Finanse strefy publicznej

<b>9. Nowe zasady finansowania Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki – charakterystyka najważniejszych zmian – Anna Drózd</b> .....	131
9.1. Różnice wynikające z <i>Wytucznych w zakresie kwalifikowalności kosztów</i> .....	132
9.1.1. Zmiany, których konieczność stosowania została wskazana w przepisach przejściowych.....	133
9.1.2. Zmiany wymagające od beneficjentów kontynuujących rozliczanie projektów dokonania zmian w budżetach .....	137
9.2. Różnice niewynikające bezpośrednio z <i>Wytucznych w zakresie kwalifikowalności kosztów</i> .....	141
9.3. Synteza wprowadzonych zmian.....	144
9.4. Absorpcja środków przyznanych w ramach POKL .....	145
Streszczenie/Summary .....	149
Bibliografia .....	149

10.	<b>Prawno-ekonomiczne uwarunkowania rozwoju współczesnego budownictwa społecznego w Polsce – Anna Szelałowska .....</b>	<b>151</b>
10.1.	Potrzeby mieszkaniowe w świetle światowej teorii potrzeb. Wybrane kwestie .....	153
10.2.	Potrzeby mieszkaniowe niezamożnych gospodarstw domowych w największych polskich miastach. Wyniki badań ankietowych .....	156
10.3.	Regulacje prawne w zakresie społecznego budownictwa mieszkaniowego w Polsce i ich wpływ na stopień zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych niezamożnych gospodarstw domowych .....	159
10.4.	Ekonomiczne uwarunkowania rozwoju społecznego budownictwa mieszkaniowego w Polsce.....	175
	Streszczenie/Summary .....	178
	Bibliografia .....	179
11.	<b><i>Council tax</i> jako źródło dochodów własnych samorządów lokalnych w Anglii – Magdalena Łyszkiewicz.....</b>	<b>181</b>
11.1.	Ogólne zasady finansowania samorządów lokalnych w Anglii.....	183
11.2.	Opodatkowanie nieruchomości mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii .....	187
11.3.	<i>Council tax</i> – ujęcie statystyczne .....	192
	Streszczenie/Summary .....	196
	Bibliografia .....	196

## Część V

### Metody modelowania w finansach

12.	<b>A Note on Modeling Asset Returns on Warsaw Stock Exchange Using Hidden Markov and Markov-switching Models – Stanisław Galus .....</b>	<b>201</b>
12.1.	Methods.....	202
12.2.	Results .....	203
	Summary/Streszczenie .....	208
	References .....	208
13.	<b>Model popytu na pieniądź w Irlandii w latach 1982-2009 – Anna Michałek i Małgorzata Szczepaniak .....</b>	<b>211</b>
13.1.	Czynniki wyznaczające popyt na pieniądź – zarys głównych koncepcji teoretycznych .....	212
13.2.	Zarys polityki gospodarczej w Irlandii .....	213
13.3.	Dane .....	215
13.4.	Analiza empiryczna.....	218
	Streszczenie/Summary .....	226
	Bibliografia .....	226

# Wprowadzenie

Globalny kryzys zainicjowany na amerykańskim rynku *subprime* nie należy niestety do przeszłości ciągle jest, a reperkusje z niego wynikające nadal trwają i objawiają się na różne sposoby, kształtując otaczającą rzeczywistość. Światowa gospodarka pozostaje odległa od stanu boomu inwestycyjnego, zaś sam kryzys naświetlił skalę powiązań między gospodarkami i problemy z tymi powiązaniemmi związane. Zweryfikowany został podział sił na świecie i jednocześnie pokazana została znacząca rola Chin w kształtowaniu globalnego ładu gospodarczego. Ponadto ujawniona została słabość europejskiej unii walutowej i finansów publicznych krajów członkowskich.

Przedstawiony w tym tomie zbiór opracowań naukowych dotyczy zarówno kwestii posiadających bezpośredni związek z kryzysem, jak i dylematów bieżącego funkcjonowania świata finansów. W oparciu o kryterium merytoryczne wyodrębniono w zbiorze pięć części, na które składa się trzynaście opracowań, stanowiących oddzielne rozdziały.

W części pierwszej znalazły się trzy opracowania, które nawiązują do skutków kryzysu finansowego. W pierwszym rozdziale traktuje się o implikacjach kryzysu dla międzynarodowego systemu walutowego. W treści argumentuje się, że „niedoskonałość mechanizmów regulacyjnych i brak rozwiązań systemowego identyfikowania różnych rodzajów ryzyka i nierównowag w systemie finansowym uczyniła międzynarodowy system walutowy pasywną strukturą...”, która sprzyja powstawaniu kryzysów na międzynarodowych rynkach. W drugim rozdziale, przypominając rolę rynku nieruchomości w powstaniu załamania kryzysowego, podejmuje się próbę odpowiedzi na pytanie: W jaki sposób REITs (*Real Estate Investment Trusts*) zostały dotknięte przez kryzys? Przedstawiona w tym opracowaniu analiza opiera się na faktach z rynku kapitałowego USA, Australii, Kanady i Wielkiej Brytanii. Trzeci, ostatni w tej części rozdział koncentruje się na skutkach kryzysu finansowego dla gospodarki światowej. Omawia się w nim zmiany wywołane przez kryzys w sferze realnej, a zwłaszcza odnoszące się do konkurencyjności i potencjału wzrostu gospodarczego w gospodarkach azjatyckich, a w szczególności w Chinach.

Druga część zbioru zawiera dwa opracowania, rozdział czwarty i piąty. Dotyczą one funkcjonowania rynku kapitałowego oraz pieniężno-kredytowego. W rozdziale czwartym omawiane są kontrowersje wokół propozycji Komisji Europejskiej co do wprowadzenia podatku od transakcji finansowych w całej UE od 2014 roku. Rozważa się w nim potencjalne efekty fiskalne,

a także przewidywany wpływ tego podatku na funkcjonowanie sektora finansowego, zwłaszcza w kontekście ograniczenia transakcji spekulacyjnych, niekorzystnych dla funkcjonowania sfery realnej. Piąty rozdział traktuje natomiast o nieformalnym sektorze pożyczek w Chinach dla gospodarstw domowych i małych oraz średnich przedsiębiorstw. Przy czym główny nurt podjętego dyskursu koncentruje się na uzasadnieniu tezy, że próba regulacji tego rynku poprzez uruchamianie instytucji podlegających bankowi centralnemu i świadczących usługi mikrofinansowe jest niewystarczająca w stosunku do potrzeb. Pomimo dynamicznego rozwoju tych instytucji, nadal w Chinach rozrasta się rynek pożyczek nieformalnych udzielanych głównie przez lichwiarzy i lombardy.

Rozdziały od szóstego do ósmego składają się na część trzecią, której treści są rezultatem eksploracji funkcjonowania finansów organizacji gospodarczych. Rozdział szósty zawiera dyskurs na temat tzw. wartości godziwej i jej wpływu na wycenę aktywów oraz zobowiązań przedsiębiorstwa w sprawozdaniu finansowym. Opierając się na kanonach ustawy o rachunkowości a także na Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej, ukazuje się walory zastosowania wartości godziwej przy dokonywaniu wyceny aktywów. Rozdział siódmy zawiera analizę roli, a *de facto* skuteczności ubezpieczeń i dopłat bezpośrednich jako instrumentów ograniczania ryzyka w gospodarstwach rolnych. W rozdziale ósmym omawia się natomiast dylematy organizacji księgowości w jednostkach gospodarczych w kontekście zarządzania ryzykiem i ograniczania jego skutków. W finalnej konkluzji stwierdza się, że relatywnie niekorzystnie sytuacja kształtuje się nadal co do identyfikowania obszarów ryzyka i zarządzania nim przy organizowaniu księgowości w jednostkach gospodarczych.

Część czwarta dotycząca szeroko rozumianych finansów sfery publicznej, zawiera kolejne trzy rozdziały. Rozdziały dziewiąty i dziesiąty odnoszą się do praktycznych problemów finansowania celów społecznych w Polsce. W pierwszym z nich, w rozdziale dziewiątym omawiane są nowe, obowiązujące od 2011 roku zasady finansowania Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki. W treści opracowania przeprowadzona została analiza porównawcza nowych i wcześniej funkcjonujących zasad. Jej rezultatem jest wieloaspektowa komparatywna ocena tych zasad. Przedmiotem rozdziału dziesiątego są z kolei prawne i ekonomiczne uwarunkowania rozwoju budownictwa społecznego w Polsce, ze szczególnym wyeksponowaniem źródeł oraz zasad jego finansowania. Podstawową konkluzją z przeprowadzonego wywodu jest stwierdzenie, że obok wspierania rozwoju budownictwa społecznego z budżetu państwa konieczne jest wypracowanie długookresowego programu finansowania ze źródeł alternatywnych, proponowanych w trakcie dyskursu. Rozdział jedenasty, ostatni w czwartej części, odnosi się do rzeczywistości



brytyjskiej i omawia „*council tax*” jako źródło dochodów własnych samorządów lokalnych w Anglii. Podatek ten stanowi zmodyfikowaną w 1993 roku formę podatku od nieruchomości mieszkalnych.

Ostatnia, piąta część prezentowanego w tym tomie zbioru naukowych opracowań dotyczy modelowania we współczesnych finansach. W rozdziale dwunastym przedstawiono wyniki szacowania oraz testowania ukrytych i przełącznikowych modeli Markowa. Celem badania było określenie przydatności wymienionych modeli do wyjaśniania zachowania się stóp zwrotu z akcji na GPW w Warszawie. W rozdziale trzynastym przedstawiono model popytu na pieniądź w Irlandii w latach 1982-2009. Został on zbudowany w oparciu o wektorowy model korekty błędem (VECM), przy uwzględnieniu czynników wpływających na popyt realny.

W podsumowaniu zróżnicowanej zawartości merytorycznej przedstawionego tomu opracowań naukowych, można stwierdzić, że zawarty jest w nim przegląd przykładów obszarów badań prowadzonych w polskich uczelniach. Mam przy tym nadzieję, że ta stosunkowo duża różnorodność treści w omawianej publikacji, zwiększy grono zainteresowanych nią odbiorców. Opracowania w niej zawarte są bowiem adresowane nie tylko do pracowników naukowo-dydaktycznych, studentów studiów z dziedziny finansów czy w ogóle biznesu, lecz również do praktyków interesujących się finansami.

Dziękuję bardzo za podjęty trud i wykonaną pracę recenzentom dr. hab. Jerzemu Beohlke, prof. nadzw. dr. hab. Tatianie Czerwińskiej, prof. nadzw. dr. hab. Marioli Piłatowskiej, prof. nadzw. dr. hab. Lechowi Nieżurawskiemu oraz prof. nadzw. dr-owi hab. Marianowi Turkowi, prof. nadzw. dr. hab. Andrzejowi Borowiczowi. Państwa cenne uwagi istotnie przyczyniły się do poprawy jakości opracowań zawartych w tym tomie.

*Dr Marta Wiśniewska*  
Redaktor naukowy



*Część I*

**SKUTKI KRYZYSU  
FINANSOWEGO**



# Globalny kryzys finansowy – implikacje dla międzynarodowego systemu walutowego

Tadeusz Miruszewski\*

Globalny kryzys finansowy, jaki dotknął światową gospodarkę po 2007 r., a którego skutki w różnych obszarach i strukturach sfery realnej i systemu finansowego odczuwamy do dzisiaj, uwypuklił szereg wrażliwych na destabilizację elementów i uregulowań międzynarodowego systemu walutowego. Niedoskonałość mechanizmów regulacyjnych i brak rozwiązań systemowego identyfikowania narastających rodzajów ryzyka i nierównowag w systemie finansowym uczyniły międzynarodowy system walutowy pasywną strukturą utrwalania nierównowag globalnego systemu finansowego. Kryzys, a szczególnie jego destabilizacyjny impuls dla systemów finansowo-walutowych gospodarek, tzw. rynków wschodzących, oznacza dla międzynarodowego systemu finansowego potrzebę wypracowania nowych trwałych i stabilnych uregulowań w obszarze płynnego zasilania struktur międzynarodowego systemu finansowego w waluty kluczowe (szczególnie dolar USA) według przewidywalnych reguł.

## 1.1. Globalne nierównowagi we współczesnej gospodarce

Globalne nierównowagi w warunkach współczesnej gospodarki światowej, jako jeden z przejawów, a zarazem skutków procesów ekonomiczno-finansowej globalizacji, analizować można:

- **po pierwsze**, z uwagi na niedopasowania geograficzno-strukturalne strumieni przepływów kapitałowych;

W warunkach współczesnego globalnego międzynarodowego systemu finansowego elementy struktury tworzą: a) grupa krajów centrum (*core*) oraz b) tzw. kraje peryferyjne (*periphery*). O ile bowiem w latach 60. XX w. centrum globalnej gospodarki tworzyły USA, zaś peryferie międzynarodowego rynku

---

\* Dr, Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu

finansowego tworzyły Europa i Japonia, to na mapie współczesnego rynku finansowego wykształciły się tzw. nowe peryferia, które dziś tworzą kraje Azji Południowo-Wschodniej i kraje Ameryki Łacińskiej. W latach 60. peryferia pobudzały globalny rozwój gospodarczy promocją eksportu w warunkach długookresowego niedoszacowania kursu walutowego, zaś współczesne kraje peryferyjne, w warunkach upowszechnienia płynnych kursów walutowych, mają trudności z analogicznym sposobem stymulowania eksportu.

- **po drugie**, jako zakumulowaną globalną nadwyżkę oszczędności (*saving glut*) wąskiej grupy wysoko rozwiniętych gospodarek, stanowiącą źródło finansowania deficytu rachunku obrotów bieżących w innych krajach (czyli m.in. w USA);
- **po trzecie**, akumulacji znacznej części globalnych światowych rezerw walutowych w nielicznej grupie krajów.

Proces globalizacji rynków finansowych w warunkach współczesnej gospodarki światowej wyznacza, a jednocześnie ukierunkowuje i modyfikuje makro- i mikroekonomiczne uwarunkowania procesu rozwoju, form oraz instrumentów stabilizacji systemów finansowych [Sławiński, 2006, s. 16-19]. Współzależność tę odnieść można zarówno do pojedynczych gospodarek, poszczególnych krajów, jak i grup krajów, czy wreszcie struktur ugrupowań integracyjnych o charakterze unii ekonomicznych i walutowych (np. strefa euro).

Funkcja rynków finansowych we współczesnej gospodarce światowej sprowadza się m.in. do umożliwienia płynnego i optymalnego transferu oszczędności podmiotów indywidualnych (gospodarstw domowych) do podmiotów gospodarujących, a jednocześnie inwestujących (firm, przedsiębiorstw). Duża liczba podmiotów – uczestników transferów i transakcji (obrotów) zapewnia niskie koszty realizacji i zawierania transakcji, co oznacza, że im bardziej są płynne rynki finansowe, tym w pełniejszym zakresie spełniają swoje makroekonomiczne funkcje.

W warunkach rozwoju współczesnego procesu globalizacji w gospodarce światowej, występowania i narastania zjawisk globalnej nierównowagi finansowej i kryzysów w międzynarodowych finansach, postępująca liberalizacja przepływów kapitałowych, a jednocześnie dynamiczny rozwój światowych rynków finansowych wyznaczają zarówno wyższy stopień ich płynności, jak i tworzenie systemowych warunków dla wystąpienia zjawisk nierównowagi finansowej i kryzysów w międzynarodowych finansach.

Powstanie globalnych nierównowag w gospodarce światowej rozpatrywać i analizować należy na tle innych zjawisk niż te, które rozwijały się początkowo. Już w latach 90. wzrost wolumenu obrotów handlu światowego prawie dwukrotnie przewyższył tempo wzrostu PKB na świecie, a dynamice tych zjawisk towarzyszył rosnący stopień zewnętrznego otwarcia, czyli suma war-

tości obrotów w eksporcie i w imporcie w relacji do PKB, w zróżnicowanym stopniu w odniesieniu do poszczególnych dużych rozwiniętych gospodarek. Na przykład, dla Niemiec współczynnik ten osiągnął w 2005 r. poziom 75%, zaś gospodarki Japonii i USA zbliżyły się do poziomu 22% [IMF, 2009a], co w przypadku tych gospodarek oznacza jednak stosunkowo wysoki poziom tego parametru, m.in. z uwagi na historyczno-strukturalną specyfikę ich umiarkowanego zewnętrznego handlowego otwarcia i wysoki udział popytu wewnętrznego w PKB oraz globalnym popycie.

Rosnącemu umiędzynarodowieniu produkcji od połowy lat 90. towarzyszy m.in. dynamiczny przyrost wartości bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Dla strategii funkcjonowania wielu transnarodowych korporacji istotne okazało się bowiem uwzględnienie czynnika międzynarodowej przewagi w zakresie czynnika kosztów produkcji i rozszerzenia sieci zbytu. Według danych UNCTAD przepływy światowych inwestycji bezpośrednich osiągnęły w 2005 r. poziom ok. 900 mld USD, co oznaczało wzrost o ok. 30% w stosunku do ich wielkości w 2004 r. We współczesnej gospodarce światowej za ok. 2/3 obrotów światowego handlu odpowiadają korporacje transnarodowe, zaś liczba korporacji transnarodowych szacowana jest obecnie na ok. 70 tys.

Inny istotny globalny trend przemian i dostosowań we współczesnej gospodarce światowej wyznacza od szeregu lat integracja światowych rynków kapitałowych, w coraz większym stopniu otwartych dla podmiotów i rynków finansowych rosnącej grupy krajów. Według danych niemieckiego Bundesbanku, wartość obrotów papierami wartościowymi z udziałem podmiotów zagranicznych stanowiła w Niemczech 6-krotność wielkości niemieckiego PKB [Remsperger, 2006], czyli ok. 80-krotność poziomu obrotów z początku lat 80. Stopień otwarcia systemu finansowego, mierzony relacją sumy wartości aktywów i pasywów zagranicznych do wartości PKB, wyniósł w 2004 r. na niemieckim rynku finansowym ok. 300% wielkości PKB; także w przypadku gospodarek USA i Wielkiej Brytanii osiągnął wysoki poziom (dla gospodarki brytyjskiej 700%!) i w latach 1990-2004 wzrósł 2-krotnie.

Wzrost obrotów światowych rynków walutowych wyznacza kolejny obszar postępu w obszarze międzynarodowej integracji finansowej. Według danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (BIS) średnie dzienne transakcje walutowe na świecie osiągnęły już w roku 2005 poziom 1 880 mld USD, co oznaczało, że obroty te przekroczyły 42-krotnie wartość transakcji handlowych w gospodarce światowej [BIS, 2005]. Dynamikę przyrostu obrotów światowych rynków walutowych (3,5-krotny wzrost w okresie od końca lat 80.) wyznacza zarówno wzrost udziału aktywów zagranicznych w *portfolio* inwestorów kapitałowych, jak i szybki wzrost udziału, mobilnych z natury, transakcji realizowanych przez fundusze *hedgingowe* w rozliczeniach międzynarodowych.

## **1.2. Paradoksy międzynarodowych finansów a globalne nierównowagi**

Istotę i kierunki zmian w gospodarce światowej, w tym także na globalnych międzynarodowych rynkach finansowych wyznaczyły na przestrzeni ostatnich lat zjawiska, które – pozornie – zdawały się przeczyć tradycyjnym kanonom nauki ekonomii zarówno w odniesieniu do finansów międzynarodowych, rynków walutowych, jak i w kwestii międzynarodowej integracji finansowej, m.in. relacji oszczędności i inwestycji, a także czynników i kierunków wyznaczających międzynarodowy przepływ kapitałów.

Paradoks pierwszy, określaný w teorii ekonomii jako „zagadka Feldsteina-Horioki” [Feldstein, Horioka, 1980], wskazuje na nietypowo wysoki współczynnik korelacji między krajowymi stopami oszczędności i inwestycji, dla lat 1960-1976 oszacowany na poziomie 0,89. Późniejsze badania i analizy [Obstfeld, Rogoff, 2000] przeprowadzone dla lat 1990-1997 potwierdziły fakt utrzymywania się takiej, zaskakująco wysokiej, korelacji. Brak jest jednak jakichkolwiek instytucjonalnych, prawnych i makroekonomicznych przyczyn, zgodnie z którymi główne źródło finansowania dla krajowych inwestycji tworzyłyby wyłącznie krajowe oszczędności, i to mimo coraz szerszych możliwości absorpcji środków kapitałowych z międzynarodowych rynków finansowych w warunkach szybko postępującej liberalizacji przepływów kapitałowych.

Drugie zjawisko, równie trudne do zinterpretowania na gruncie tradycyjnego ujęcia w dorobku światowej nauki ekonomii w dziedzinie międzynarodowych stosunków ekonomicznych, zaobserwował i przedstawił R. Lucas. [Lucas, 1990] Zgodnie z powszechnie prezentowanym i tradycyjnym ujęciem, w warunkach postępującej globalizacji i integracji rynków finansowych podstawowy strumień funduszy inwestycyjnych i środków kapitałowych powinien przepływać z rynków finansowych krajów rozwiniętych do gospodarek krajów rozwijających się. Dane liczbowe i fakty wskazały, że tak się w istocie nie dzieje, a obserwację tę określono w literaturze mianem „zagadki Lucasa”. Wkrótce podjęto próby rozwiązania tego paradoksalnego odwrócenia kierunków przepływu strumieni kapitałowych i przeanalizowano, w szerokim aspekcie, warunki inwestowania w odniesieniu do ok. stu krajów w latach 1970-2000. Wnioski, jakie sformułowano w konkluzji badań i analiz, wskazywały w tym przypadku na rozstrzygającą rolę czynników społeczno-instytucjonalnych w determinowaniu wielkości i kierunków przepływu funduszy kapitałowych (lub jego braku) między krajami obficie wyposażonymi w kapitał do krajów rozwijających się i transformujących.



Przedstawione wyżej „paradoksy finansów międzynarodowych” wskazują na konieczność uwzględnienia zróżnicowanych, w tym również pozaekonomicznych, czynników w analizie najistotniejszych strukturalnych uwarunkowań zmian funkcjonowania rynków finansowych, a jednocześnie powstawania globalnych nierównowag w międzynarodowych finansach.

W dorobku literatury ekonomicznej nie sformułowano poglądów rozstrzygających, czy współczesne globalne nierównowagi są produktem, swoistym negatywnym i nieuchronnym skutkiem ubocznym wyłącznie postępów procesu globalizacji w gospodarce światowej. Rozważenia wymaga zatem kwestia ewentualnych, współczesnych potencjalnych zagrożeń o charakterze kryzysogennym (kryzysów kursowo-walutowych i bankowych) dla krajowych systemów finansowych i monetarnych, jakie wiążą się z powstaniem i utrwaleniem się w gospodarce światowej globalnych nierównowag. Czy zatem globalne nierównowagi, w ich obecnym kształcie, oznaczają dla globalnych systemów finansowych, a w szczególności dla gospodarek o systemach mniej odpornych na zewnętrzne szoki realne i finansowe, chroniczną presję destabilizacyjną? Próbą analizy tej kwestii, a jednocześnie wyjaśnienia istoty współczesnych globalnych nierównowag finansowych może okazać rozważenie aspektu:

- a) czynników kształtowania, rozmiarów i kierunków zmian salda rachunku obrotów bieżących największych gospodarek świata;
- b) relacji między globalnymi oszczędnościami i inwestycjami.

Powyższe dwie płaszczyzny w analizie zjawisk i uwarunkowań globalnych nierównowag wskazują, że kraje, których relacje z zagranicą wykazują deficyt w zakresie rachunku obrotów bieżących, absorbują wolne, skumulowane oszczędności z zagranicy.

Szybko narastający deficyt rachunku obrotów bieżących gospodarki amerykańskiej przedstawiany jest jako jeden z najważniejszych symptomów globalnej nierównowagi. Już w 2005 r. deficyt rachunku obrotów bieżących amerykańskiej gospodarki zamknął się kwotą ok. 792 mld USD (por. tabela 1.1). Kwota deficytu stanowiła w 2005 r. ok. 6,4% PKB w USA, co w odniesieniu do każdej gospodarki traktowane jest jako osiągnięcie wysokiego, alarmującego poziomu nierównowagi zewnętrznej. Przeciwwagę dla amerykańskiego deficytu obrotów bieżących stanowiło ok. 80% globalnej światowej nadwyżki reszty świata. Znaczna część tej kwoty nadwyżek handlowych, które stanowiły źródło sfinansowania amerykańskiego niedoboru i napłynęły do USA jako kapitałowe pozycje finansujące, ujęte w rachunku kapitałowym bilansu płatniczego USA, pochodziła z nielicznej grupy krajów, tzn. 166 mld USD z Japonii, 116 mld USD z Chin, 262 mld USD z krajów OPEC oraz 78 mld USD z kilku azjatyckich gospodarek wschodzących.

Tabela 1.1. Bilans rachunku obrotów bieżących w latach 1998-2005 (mld USD)

Grupy krajów	Lata						
	1998	1999	2000	2001	2002	2004	2005
Gospodarki krajów wysoko rozwiniętych, w tym:	18,5	-114,8	-267,1	-214,6	-229,5	-267,2	-486,3
USA	-213,5	-299,8	-415,2	-389,0	-472,4	-665,3	-791,5
Strefa euro	49,1	23,2	-40,9	3,6	42,4	82,5	-2,6
Japonia	119,1	114,5	119,6	87,8	112,6	172,1	165,7
Inne rozwinięte	63,8	47,4	69,3	83,0	87,9	148,5	142,1
Kraje – rynki wschodzące, w tym:	-113,4	-24,0	79,6	40,0	78,5	211,9	424,7
Afryka	-19,4	-15,0	7,2	0,4	-7,8	-0,4	18,4
Centr./Wsch. Eur.	-19,3	-26,5	-32,3	-16,2	-28,6	-59,4	-68,3
Rozwijaj. Azja	49,5	38,3	38,2	37,7	66,9	94,2	165,3
Środk. Wschód	-26,1	12,1	67,0	39,0	28,9	96,8	182,9

Źródło: Opracowanie własne, według danych World Economic Outlook, IMF, September 2006.

Amerykański deficyt rachunku obrotów bieżących wiąże się jednocześnie z niskim poziomem krajowych oszczędności zarówno gospodarstw domowych, jak i sektora publicznego. Obecny poziom stopy oszczędności, czyli ok. 1% PKB, jest najniższy w latach powojennych. W największym stopniu redukcja poziomu oszczędności dotyczyła gospodarstw domowych i po raz pierwszy od lat 30., czyli Wielkiego Kryzysu, dynamika ta jest ujemna. Tendencja ta uległa odwróceniu dopiero latem 2009 r., czyli w efekcie silnego oddziaływania czynników kryzysowych wywołujących zmiany zachowań wskutek oddziaływania tzw. „efektu majątkowego”.

Istotne znaczenie ma tutaj fakt, że deficyt rachunku obrotów bieżących w USA w decydującej części finansowany jest zakupami amerykańskich papierów skarbowych przez banki centralne, głównie krajów azjatyckich oraz niektórych państw eksportujących ropę naftową. Jednoczesny szybki wzrost poziomu rezerw walutowych w tej grupie krajów można przyjąć jako jeden z symptomów globalnych nierównowag w sferze walutowej. Stany Zjednoczone pozostają nadal największym emitentem pieniądza rezerwowego w gospodarce światowej, dlatego szczególnie i trwała, a w tych warunkach w pewnym sensie „wymuszona”, forma finansowania chronicznego deficytu rachunku obrotów bieżących USA rodzi szereg istotnych implikacji zarówno dla polityki monetarno-kursowej krajów, lub grup krajów, jak i uregulowań stabilizacyjnych w obszarze globalnych systemów oraz rynków finansowych.

Przedsięwzięcia dostosowawcze wyznacza stale rosnąca podaż papierów dłużnych rządu amerykańskiego, emitowanych dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu USA. Instrumenty te denominowane są w dolarach USA, a ich rentowność szybko rośnie wraz z systematyczną podwyżką podstawowej stopy FED w sekwencji nieprzerwanego cyklu 17 podwyżek – z 1%

w czerwcu 2004 r. do 5,25% w sierpniu 2006 r. Trudno zatem przyjąć, że jedyną i główną przyczyną narastania destabilizacji jest dominująca w tym okresie akomodacyjna polityka monetarna Systemu Rezerwy Federalnej USA, realizowana w powiązaniu z ekspansywną polityką fiskalno-budżetową rządu USA? Analiza globalnych nierównowag wymaga bowiem przedstawienia dwóch najważniejszych hipotez w tym zakresie.

### 1.3. Współczesne hipotezy globalnych nierównowag w teorii ekonomii

Na gruncie dorobku teorii ekonomii i poglądów sformułowanych w zakresie teorii finansów międzynarodowych i teorii makroekonomii, szczególnie w kwestii istoty i przyczyn globalnych nierównowag można przytoczyć dwie najważniejsze:

1. Hipoteza „Bretton Woods II”, czyli hipoteza o reaktywacji nowego szczególnego reżimu monetarno-kursowego, w wielu elementach przypominającego zmodyfikowaną pierwotną wersję z 1944 r. [Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2003, 2009].
2. Hipoteza nadwyżki globalnych oszczędności („*Saving Glut*”), jako zewnętrznego wobec amerykańskiej gospodarki, czynnika wzrostu deficytu obrotów bieżących USA [Bernanke, 2005].

Pierwsza z powyższych hipotez, czyli „hipoteza Bretton Woods II”, wskazuje na ukształtowanie się pod koniec lat 90. systemu reguł i instrumentów monetarno-kursowych, także w zakresie rozrachunków międzynarodowych, gdy opłacalne staje się dla krajów eksportujących ropę naftową i niektórych krajów azjatyckich finansowanie deficytu rachunku obrotów bieżących w USA, gdyż w ostatecznym rachunku mogą one osiągnąć określone korzyści w handlu zagranicznym, np. zwiększyć eksport na rynek amerykański.

Gromadzone w tych warunkach aktywa denominowane w dolarach USA, kumulowane w rezerwach walutowych banków centralnych, mogą zostać uruchomione w operacjach interwencyjnych na rynku walutowym w celu powstrzymania niekorzystnych, z punktu widzenia konkurencyjności handlu zagranicznego, wahań kursu dolara USA (realna aprecjacja kursu waluty narodowej).

Znaczną część dolarów USA, skupionych na rynku walutowym w transakcjach interwencyjnych, kraje te reinwestują następnie w amerykańskie papiery skarbowe (głównie obligacje), co oznacza w praktyce równoczesne zewnętrzne finansowanie deficytu rachunku obrotów bieżących oraz deficytu

budżetowego USA („*Twin Deficits*”). W tych warunkach jednocześnie dobrowolne powiązanie z dolarem kursów walut niektórych gospodarek, tzn. Chin, Japonii, wybranych krajów eksportujących ropę naftową, a także gospodarek wschodzących Azji może rzeczywiście sugerować szereg analogii z klasycznym systemem Bretton Woods stworzonym w 1944 r.

Obok powiązań kursowych i reguł interwencji walutowych, na podobieństwo z tradycyjnym modelem Bretton Woods wskazywać może dominująca rola aktywów denominowanych w USD w strukturze rezerw oraz rosnąca tendencja wzrostowa poziomu rezerw walutowych w gospodarce światowej. W latach 2001-2005 światowe rezerwy walutowe wzrosły dwukrotnie, zaś decydujący przyrost nastąpił w latach 2002-2004, co wiązać należy z polityką kursowo-monetarną krajów Azji, które powiązały kursy swoich walut z dolarem. Według danych BIS, w grupie krajów, które zakumulowały największe rezerwy walutowe na świecie, osiem to kraje azjatyckie, a na Chiny i Japonię przypada ok. 40% całości światowych rezerw.

Tabela 1.2. Kraje o największych rezerwach walutowych na świecie (marzec 2011 r.)

Kraj	Poziom rezerw walutowych (mld USD)
Chiny	3 045
Japonia	1 041
Rosja	449
Arabia Saudyjska	446
Tajwan	393
Korea Płd.	299
Brazylia	322
Hongkong	269
Indie	275
Szwajcaria	221

Źródło: Dane BIS, Bloomberg.com, opracowanie własne.

Transakcje walutowe banków centralnych krajów o najwyższym poziomie rezerw walutowych okazały się jednocześnie najważniejszą formą zagranicznych inwestycji portfelowych. Od wiosny 2004 r. zaobserwować jednak możemy w gospodarce światowej i na rynkach finansowo-walutowych stopniową zmianę zachowań charakterystycznych dla Bretton Woods II. Na przykład, Japonia praktycznie powstrzymała się w tym okresie od interwencji na światowych rynkach walutowych i od tego momentu poziom rezerw walutowych w Japonii praktycznie nie zmienił się. Także władze Korei Płd., Tajwanu i Singapuru dopuściły po 2004 r. możliwość większych wahań kursów swoich walut, czego skutkiem było spowolnienie tempa odbudowy poziomu rezerw walutowych w tych krajach i mniejszy popyt na aktywa dolarowe.

Kolejną istotną modyfikacją w zakresie mechanizmów kursowych było wprowadzenie 21 lipca 2005 r. przez monetarne władze Chin Ludowych nowego, nieco bardziej elastycznego reżimu kursowego juana, przy jednoczesnej niewielkiej aprecjacji jego kursu wobec dolara. Niezależnie od tego, poziom rezerw walutowych Chin nadal rośnie i według ocen BIS i MFW osiągną one w tym roku (2011) poziom powyżej 3 bln USD. Przyczyna wzrostu poziomu chińskich rezerw walutowych leży zatem zarówno po stronie wzrostu nadwyżki w rachunku obrotów bieżących, jak i interwencyjnych transakcji walutowych w obronie podwartościowego kursu juana (realne nieoszacowanie kursu juana wynosi ok. 41%).

Polityka rządu Chin, polegająca na powstrzymaniu kursu jena przed aprecjacją, a jednocześnie utrzymaniu nadwyżki w bilansie handlowym, w warunkach napływu kapitału zagranicznego spowodowały wzrost rezerw walutowych tego kraju w ciągu dwóch lat o ok. 1 bln dolarów. Jest to jeden z głównych symptomów narastania nierównowagi globalnej nowego, walutowo-rezerwowego typu w światowej gospodarce. W warunkach współczesnego modelu międzynarodowego systemu walutowego, nadmierne oszczędności w krajach Azji stymulują napływ kapitału z gospodarek tego regionu do USA. Umożliwiało to długotrwałe utrzymywanie w gospodarce amerykańskiej stóp procentowych na niskim poziomie i w ostatecznym rezultacie stworzenie warunków sprzyjających narastaniu kryzysu finansowego, początkowo w USA, a następnie w światowej gospodarce.

Wielkość światowych rezerw walutowych szacowana jest obecnie na ok. 4,9 bln USD, co odpowiada 11% PKB na świecie [Aizerman, 2009, BIS]. Powyższe zmiany w zakresie polityki monetarno-kursowej szeregu banków centralnych równocześnie szybko znalazły odzwierciedlenie w poziomie i kierunkach zmian salda obrotów kapitałowych amerykańskiego bilansu płatniczego. Już w 2005 r., po raz pierwszy od wielu lat, nie wzrosły transakcje dewizowe dokonywane przez zagraniczne podmioty publiczne. W strukturze walutowej światowych rezerw zachodzą zmiany (wzrost udziału euro, obniżenie roli dolara USA), jakkolwiek dominacja dolara nadal pozostaje bezdyskusyjna.

Tabela 1.3. Struktura udziału walut w światowych rezerwach walutowych (%)

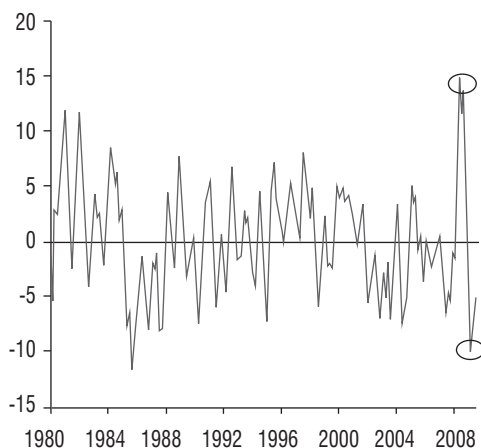
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>USD</b>	60,8	63,4	65,1	63,0	63,9	64,7	63,3	62,2	60,2
<b>EUR</b>	29,6	27,6	25,9	27,7	26,8	25,9	27,0	27,3	28,4
<b>JPY</b>	5,1	4,4	4,2	4,3	3,9	3,6	3,0	3,0	3,1
<b>GBP</b>	2,6	2,4	2,8	3,2	3,5	3,8	4,4	4,3	4,6
<b>Inne</b>	1,9	2,2	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	3,2	3,7

Źródło: Dane MFW i EBC, obliczenia własne.

Druga główna hipoteza powstania i narastania globalnych nierównowag w strukturach światowych finansów, czyli determinującej roli nadwyżki globalnych oszczędności nad inwestycjami w kreowaniu amerykańskiego deficytu rachunku obrotów bieżących, połączonej ze strukturalnie wysokim poziomem oszczędności w Japonii i w Niemczech, stanowi alternatywną próbę wyjaśnienia istoty i dynamiki deficytu rachunku obrotów bieżących w USA. Zgodnie z zasadniczymi założeniami tej hipotezy, strukturalnie duża nadwyżka oszczędności za granicą przyczyniła się m.in. do wzrostu cen aktywów na giełdach w USA, a w ślad za tym także szybkiego i istotnego wzrostu cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Naturalne w tych warunkach obniżenie skłonności do oszczędzania w społeczeństwie amerykańskim wynikało zarówno z podwyżek cen, a następnie dochodowej atrakcyjności aktywów finansowych, jak i niskiego poziomu realnych stóp procentowych utrzymujących się w dość długim okresie na początku obecnej dekady.

Z hipotezami o globalnej nadwyżce oszczędności polemizują analitycy i przedstawiciele MFW [MFW, 2009 (b)]. Jako ważny czynnik, wywołujący i utrwalający globalne nierównowagi wymienia się, w tym podejściu, np. zmiany polityki kursowo-rezerwowej po fali kryzysów walutowych w latach 1996-1999. Wiele krajów zdecydowało się na szybkie odbudowanie poziomu rezerw walutowych, głównie w celu zabezpieczenia się przed ewentualnym zagrożeniem kryzysami w przyszłości, zaś skłonność do inwestowania w tej grupie gospodarek określana bywa jako „susza inwestycyjna”.

Rysunek 1.1. Średnia zmienność realnego efektywnego kursu USD w okresie 6 miesięcy wobec najważniejszych walut (w %)



Źródło: Dane Systemu Rezerwy Federalnej USA, opracowanie własne.

Istotną rolę w tym mechanizmie odgrywa także tradycyjnie duża atrakcyjność inwestycyjna Stanów Zjednoczonych, mimo niskiego poziomu realnych stóp procentowych. Problemem, który pozostaje nadal nierozwiązany w warunkach szczególnej, dominującej roli waluty amerykańskiej we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym, jest silna zmienność kursu dolara w fazie wstrząsów kryzysowych na światowych rynkach finansowych (por. rysunek 1.1).

Do 2008 r. globalne nierównowagi finansowe tworzyły swoiste środowisko amortyzatorów strukturalnej stabilności, z dolarem jako kluczową walutą zasilania w płynność międzynarodową. Dominowały narodowe uwarunkowania relacji: „krajowe inwestycje” – „krajowe oszczędności”, niezależnie od tego, czy odpowiadała im nadwyżka, czy generowały deficyt.

\* \* \*

Międzynarodowy system walutowy w rezultacie globalnego kryzysu przestał skutecznie pełnić rolę „pożyczkodawcy ostatniej instancji” zarówno jako instytucjonalnego uregulowania trwałego i przewidywalnego zasilania globalnego systemu finansowego w płynność, jak i systemu wczesnego ostrzegania i identyfikacji ryzyk nowych zagrożeń wobec narastania nierównowag oraz deregulacji międzynarodowej płynności. Do 2008 r. globalne nierównowagi finansowe tworzyły swoiste „środowisko amortyzatorów strukturalnej stabilności” z dolarem USA jako kluczową walutą zasilania w płynność międzynarodową, czyli „*safety net*”.

Międzynarodowy system walutowy w rezultacie globalnego kryzysu przestał skutecznie pełnić rolę „pożyczkodawcy płynności ostatniej instancji”, przy większej niż kiedykolwiek zmienności kursowej, co implikuje m.in. wzmocnienie ram wielostronnego nadzoru gospodarczego dla zapewnienia stabilności polityki makroekonomicznej (stanowisko grupy G-20).

Reformy międzynarodowej architektury finansowej sformułowano na spotkaniu w Toronto m.in. jako „ogólny plan działania na rzecz silnego, trwałego i zrównoważonego wzrostu”, poprzedzony analizą globalnych stanów nierównowag międzynarodowych finansów. Kraje mające wysokie deficyty budżetowe zobowiązano do wzrostu oszczędności, kraje mające nadwyżkę budżetową – do przeprowadzenia reform celem uniezależnienia od popytu zewnętrznego. Efektem Szczytu G-20 w Seulu (listopad 2010 r.) był tzw. *Action Plan*, czyli konkretyzacja działań w zakresie reformy systemu kwotowego MFW, zarządzania i transformacja systemu finansowego, a także wzmocnienie nadzoru nad sektorami finansowymi krajów, w których mają one „systemowe znaczenie” (w trybie art. IV Statutu).