

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

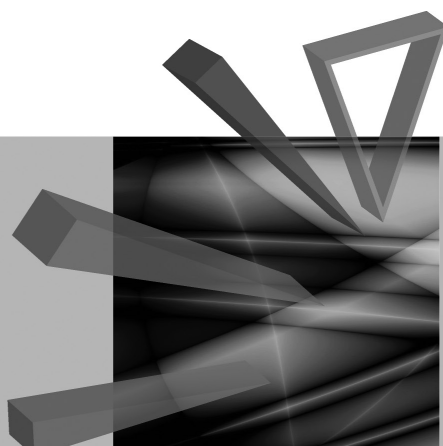
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

267

Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-243-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Piotr Liszek: Polski handel zagraniczny gazem płynnym w latach 2004-2011	9
Marek Maciejewski: Otwartość polskiej gospodarki w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych	19
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Obsługa logistyczna sektora handlu	30
Dominika Malchar-Michalska: Wpływ kryzysu żywnościowego na wykorzystanie ograniczeń eksportowych w handlu międzynarodowym surowcami rolnymi	39
Jakub Marszałek: Związki rynkowej wyceny akcji i obligacji zamiennych na akcje – analiza sektorowa na giełdzie papierów wartościowych w Tel Awiwie	49
Grzegorz Mazur: Powszechny system preferencji celnych UE – w kierunku nowych rozwiązań	60
Jakub Mazurek: Międzynarodowa strategia spekulacyjna Carry Trade. Sprzeczność z teorią nieobciążonego parytetu stóp procentowych i ryzyko kryzysu walutowego jako determinanta ponadprzeciętnej stopy zwrotu ...	72
Bartosz Michalski: Międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki w perspektywie koncepcji <i>soft power</i>	83
Ewa Mińska-Struzik: Konkurencyjność polskiego eksportu produktów wysokiej techniki	95
Edward Molendowski: Główne tendencje w handlu zagranicznym Nowych Państw Członkowskich (UE-10) wynikające z akcesji do UE	106
Barbara Mróz-Gorgoń: Procesy globalizacji i ich wpływ na zarządzanie marką sieci franczyzowych	122
Wanda Nowara: Cechy filii zagranicznej jako determinanty jej dezinvestycji	132
Anna Odrobina: Korporacje transnarodowe a globalna działalność badawczo-rozwojowa	144
Monika Paradowska: Problemy zrównoważonego rozwoju transportu w kontekście międzynarodowego handlu i inwestycji	155
Paweł Pasierbiak: Powiązania inwestycyjne między Japonią i Koreą Południową	168
Iwona Pawlas: Relacje handlowe Polski z wybranymi krajami Unii Europejskiej w okresie niestabilności gospodarczej	179
Bożena Pera: Wymiana handlowa krajów Unii Europejskiej a globalny kryzys finansowy	191

Katarzyna Puchalska: Korporacje transnarodowe i ich znaczenie we współczesnej gospodarce światowej	203
Łukasz Puślecki: Zarządzanie aliansami na podstawie wyników najnowszych badań	213
Denisa Repková: Financing financial crisis in banking sector	225
Magdalena Rosińska-Bukowska: Korporacje transnarodowe wobec wyzwań semiglobalnego otoczenia	231
Jerzy Rymarczyk: Wpływ globalnego kryzysu finansowego na zadłużenie krajów strefy euro	241
Iwona Sobol: Analiza instrumentów pochodnych z perspektywy finansów islamskich	252
Tadeusz Sporek: Konkurencyjność rozwoju gospodarki w procesie globalnej konkurencji i internacjonalizacji	262
Magdalena Kinga Stawicka: Handel zagraniczny a bezpośrednie inwestycje zagraniczne – zjawiska komplementarne czy substytucyjne w gospodarce polskiej?	269
Krzysztof Szaflarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Wpływ procesów globalizacyjnych na funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw w aglomeracji górnośląskiej	278
Barbara Szymoniuk: Budowanie kapitału społecznego klastrów w semiglobalnym otoczeniu	289
Alina Szypulewska-Porczyńska: Stan i tendencje rozwoju handlu w ramach rynku wewnętrznego usług Unii Europejskiej	298
Marek Wróblewski: Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec kryzysu finansowego w Europie	307
Waldemar Zadworny: Analiza postaw przedsiębiorczych w sektorze MŚP na Podkarpaciu (w świetle wyników badań ankietowych)	318
Dominika Zenka-Podlaszewska: Zyski jako determinanta inwestycji w teorii ekonomii	331
Wojciech Zysk: Działalność eksportowa spółek z udziałem zagranicznym w Polsce w latach 2004-2010	342

Summaries

Piotr Liszek: Polish foreign trade of liquefied petroleum gas in the years 2004-2011	18
Marek Maciejewski: Openness of Polish economy in terms of capital account liberalization	29
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Logistic service for trade sector	38
Dominika Malchar-Michalska: The impact of the food crisis on the implementation of agricultural export restrictions in the world agricultural trade	48

Jakub Marszałek: Shares and convertible bonds market valuation relation – sector analysis on the Tel Aviv Stock Exchange.....	59
Grzegorz Mazur: Generalised system of customs preferences of the European Union – towards new regulations	70
Jakub Mazurek: Carry Trade – international speculative strategy. Contraction with uncovered interest rate parity and currency crash risk as a determinant of excessive rate of returns	82
Bartosz Michalski: International competitiveness of Polish economy in the perspective of the soft-power concept	94
Ewa Mińska-Struzik: Competitiveness of Poland's high-tech exports	105
Edward Molendowski: Main trends in foreign trade of New Member States (EU-10) resulting from the accession to the EU.....	121
Barbara Mróz-Gorgoń: Globalization processes and their influence on franchise chain brand management	131
Wanda Nowara: Characteristics of foreign subsidiaries as determinants of its divestment.....	143
Anna Odrobina: Transnational Corporations and global research and development activities.....	154
Monika Paradowska: Problems of sustainable transport development in the context of international trade and investments	167
Paweł Pasierbiak: Investment ties between Japan and the Republic of Korea.....	178
Iwona Pawlas: Trade relations between Poland and chosen EU member economies at the time of economic instability	190
Bożena Pera: European Union trade and global financial crisis	202
Katarzyna Puchalska: Transnational Corporations and their role in contemporary world economy	212
Łukasz Puślecki: Alliance management on the basis of results of recent studies.....	224
Denisa Repková: Finansowanie kryzysu w sektorze bankowym.....	230
Magdalena Rosińska-Bukowska: Transnational Corporations in the Face of semi-global environment challenges	240
Jerzy Rymarczyk: Impact of the total financial crisis on the debts of the euro zone countries	251
Iwona Sobol: Analysis of derivatives from the perspective of Islamic finance	261
Tadeusz Sporek: Competitiveness of the development of economy in the process of global competition and internationalization	268
Magdalena Kinga Stawicka: Foreign trade and foreign direct investments – complementary or substitutable phenomena in Polish economy?	277
Krzysztof Szafłarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Influence of globalisation on small and medium enterprises at Upper Silesian district	288

Barbara Szymoniuk: Building social capital of clusters in the semi-global environment	297
Alina Szypulewska-Porczyńska: State and tendencies in the development of trade within the EU internal services market.....	306
Marek Wróblewski: International Monetary Fund towards the financial crisis in Europe	317
Waldemar Zadworny: Analysis of self-starter attitude in SME'S sector in Podkarpacie region (in the light of poll results)	330
Dominika Zenka-Podlaszewska: Profits as a determinant of investment in the theory of economics.....	341
Wojciech Zysk: Export activity of companies with foreign capital share in Poland in the years 2004-2010	350

Marek Maciejewski

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

OTWARTOŚĆ POLSKIEJ GOSPODARKI W WARUNKACH LIBERALIZACJI PRZEPLÝWÓW KAPITAŁOWYCH

Streszczenie: W artykule przedstawiono korzyści i zagrożenia, z którymi może mieć do czynienia kraj dokonujący liberalizacji przepływów kapitałowych. Zaprezentowano proces liberalizacji rachunku kapitałowego w Polsce oraz stopień otwartości polskiej gospodarki na przepływy kapitałowe, zwłaszcza w warunkach kryzysu finansowego na świecie.

Słowa kluczowe: liberalizacja przepływów kapitałowych, rynki finansowe, otwartość gospodarki.

1. Wstęp

Proces globalizacji prowadzi do integrowania się rynków produktów, kapitału i pracy w skali całego świata. Jednym z jej elementów jest globalizacja rynków finansowych, która przez liberalizację przepływów kapitałowych tworzy zintegrowaną sieć wzajemnych powiązań finansowych. Znoszenie ograniczeń dla przepływu kapitału generuje wiele potencjalnych korzyści i zagrożeń dla gospodarki, włączając w to zachwianie stabilności finansowej kraju. W pracy przedstawiono znaczenie liberalizacji przepływów kapitałowych dla gospodarki, zaprezentowano ten proces na gruncie gospodarki polskiej oraz odniesiono się do stopnia otwartości polskiej gospodarki na przepływy kapitałowe.

2. Korzyści i zagrożenia liberalizacji przepływów kapitałowych

Swoboda przepływu kapitału między krajami wyraża się brakiem ograniczeń w dokonywaniu przez podmioty z tych krajów płatności zagranicznych z wszelkich tytułów, a zatem wynikających z transakcji przeprowadzanych w ramach zarówno obrotów bieżących, jak i obrotów kapitałowych i finansowych¹. W tym miejscu uwaga

¹ L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 1999, s. 43.

skupiona zostanie na obrotach finansowych, które obejmują transakcje w zakresie inwestycji bezpośrednich, portfelowych i innych inwestycji, wśród których pozycjami najistotniejszymi są kredyty i depozyty. Obroty tego typu przyjmuje się określać przepływami kapitałowymi.

Liberalizacja rynków finansowych polega na wprowadzeniu pełnej wymienialności pieniądza krajowego oraz usunięciu barier w swobodnym przepływie kapitałów pomiędzy rynkami krajowymi. Wiąże się to ze zniesieniem barier w dostępie do rynków krajowych, ale również z obniżeniem kosztów wycofania się z danego rynku. Liberalizacja przepływów kapitałowych tworzy zatem przesłanki do istotnego obniżenia kosztów transakcyjnych, a zwłaszcza kosztów pośrednictwa finansowego. Nie oznacza przy tym zmniejszenia liczby regulacji usług finansowych. Powoduje wzrost liczby przyjmowanych standardów oraz zainteresowanie zwalczaniem praktyk monopolistycznych w sektorze finansowym².

Liberalizacja obrotów kapitałowych niesie wiele potencjalnych korzyści dla gospodarki. Wśród nich wymienia się możliwość amortyzowania cykli koniunkturalnych przez uwolnienie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych od konieczności gwałtownego ograniczenia wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych w przypadku recesji³. Istnieje bowiem możliwość wykorzystania zagranicznych źródeł finansowania.

Swobodne przepływy kapitałowe mogą również spowodować bardziej efektywną alokację kapitału, w kierunku najbardziej zyskownych przedsięwzięć, również za granicą⁴. W ten sposób zniesione zostaje uzależnienie poziomu inwestycji od wartości oszczędności wewnętrznych, a to prowadzi do poprawy efektywności gospodarowania w skali gospodarki światowej.

Zwraca się również uwagę na poprawę efektywności funkcjonowania rynków finansowych. Proces umiędzynarodawiania się tych rynków, tworzenie filii i oddziałów zagranicznych instytucji finansowych prowadzi do wzrostu konkurencji i poszerzenia oferty dostępnych instrumentów i zwiększenia płynności rynków finansowych⁵.

Liberalizacja przepływów kapitałowych prowadzi również do dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego⁶. Z jednej strony wyraża się to możliwością dokonywania inwestycji w skali globalnej, a zatem konstrukcji portfela uzależnionego od preferencji, a nie ograniczeń natury prawnej. Z drugiej strony, ryzyko zaburzeń związanych

² J.K. Solarz, *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001, s. 20-21.

³ M. Gruszczyński, *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 20.

⁴ M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 3.

⁵ A. Borcuch, *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 32.

⁶ *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, W. Małecki (red.), VIZJA PRESS & IT, Warszawa 2007, s. 108.

z funkcjonowaniem określonego rynku zostaje rozproszone pomiędzy inwestorów z różnych krajów, co ułatwia zaabsorbowanie tych zaburzeń.

Badania empiryczne pozytywnego oddziaływania liberalizacji przepływów kapitałowych na gospodarkę dają różne wyniki, w zależności od przyjętej metodologii w zakresie pomiaru otwartości kraju na tego rodzaju transakcje. Wielu autorów zwraca jednak uwagę na brak tego rodzaju istotnej korelacji. Wśród nich wskazać można na D. Rodrika, który stwierdził, że nie ma dowodu na to, że kraje, które znoszą kontrolę przepływu kapitału, rozwijają się szybciej, inwestują więcej i mają niższą inflację⁷. Zwrócił przy tym uwagę na to, że brakowi dowodów na pozytywne oddziaływanie liberalizacji przepływów kapitałowych towarzyszą zagrożenia, które ta liberalizacja może gospodarce przynieść.

Na zagrożenia związane z liberalizacją przepływów kapitałowych uwagę zwraca również J.E. Stiglitz. Nacisk kładzie przy tym na krótkoterminowy kapitał spekulacyjny, uznając korzyści płynące dla gospodarki z napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które, stanowiąc trwałe elementy gospodarki, prócz zasobów wnoszą technologię, dostęp do rynków czy nakłady w kapitał ludzki. Natomiast przepływy krótkoterminowe, których kierunek może ulegać gwałtownym zmianom, mogą prowadzić do destabilizacji sytuacji gospodarczej kraju dokonującego liberalizacji. Przepływy tego rodzaju kapitału są silnie powiązane ze zmianami cyklu koniunkturalnego, a wręcz zaostrzają jego wahania. Pieniądz kierowany jest bowiem do gospodarek rozwijających się, ale wycofywany w obliczu spowolnienia gospodarczego⁸. Wzmaga to, z jednej strony, proces przegrzewania koniunktury, a z drugiej – potęguje wspomniane spowolnienie.

Negatywne konsekwencje liberalizacji przepływów kapitałowych dostrzegają także Ch.L. Gilbert, G. Irwin i D. Vines. W ich opinii liberalizacja rachunku kapitałowego utrudnia prowadzenie polityki makroekonomicznej, głównie ze względu na ograniczenie poziomu krajowej stopy procentowej. Powoduje również trudności w prowadzeniu polityki kursowej, zwłaszcza w przypadku krajów rozwijających się, które utrzymują kurs stały. Pojawia się również ryzyko związane ze zmniejszeniem bazy podatkowej w związku z odpływem kapitału za granicę. Autorzy podkreślają również zagrożenia wynikające z przedwczesnej liberalizacji rynku kapitałowego przy braku odpowiednich reform gospodarczych, co prowadzić może do zaburzenia stabilności finansowej gospodarki⁹.

⁷ D. Rodrik, *Who Needs Capital Account Convertibility*, http://oldweb.econ.tu.ac.th/archan/pok-pong/EC452/Readings/Reading%20Ch6_crisis/rodrik.98.Kaccountconvert.pdf.

⁸ J.E. Stiglitz, *Capital market liberalization, economic growth, and instability*, "World Development" 2000, vol. 28, issue 6, http://fac.comtech.depaul.edu/topiela/content/798-102_Stiglitz_Fin%20Makt%20Lib%20and%20Instability%202000.pdf.

⁹ Ch.L. Gilbert, G. Irwin i D. Vines, *International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries*, June 2000, <http://www.odi.org.uk/events/docs/3430.pdf>.

3. Liberalizacja przepływów kapitałowych w Polsce

Gospodarka polska na początku drogi transformacji systemowej stała przed wyzwaniami liberalizacji obrotów zarówno finansowych, jak i bieżących. Pierwszym krokiem na tej drodze było wprowadzenie od początku 1990 r. wewnętrznej wymiennalności złotego. Wymienialnością objęto większość transakcji bieżących, wpływy dewizowe z tytułu eksportu towarów i usług podlegały jednak obowiązkowej odsprzedaży do banku dewizowego. Jednocześnie podmioty gospodarcze miały prawo do nabywania w bankach dewizowych walut wymiennalnych za walutę krajową w celu regulowania zobowiązań wobec zagranicy z tytułu importu towarów i usług. Istotnym restrykcjom podlegały natomiast transakcje kapitałowe. Wyrażało się to w zakazie udzielania oraz zaciągania kredytów w eksporcie i imporcie oraz dokonywania za granicą inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Dokonywanie czynności w tym zakresie wymagało uzyskania stosownych zezwoleń. Nie było też możliwe używanie krajowego pieniądza jako waluty fakturowania i płatności w handlu zagranicznym¹⁰.

1 czerwca 1995 r. złoty uzyskał status waluty wymiennalnej według standardów MFW. Nie zwiększyło to jednak istotnie zakresu liberalizacji dewizowej w Polsce. Polskie władze zdecydowały się bowiem na najbardziej restrykcyjny wariant wymiennalności według standardu MFW, w którym utrzymany został obowiązek odsprzedaży dewiz i sprowadzania ich do kraju. Zmiany w polskim prawie do początku 1997 r. spowodowały jednak, że złoty stał się walutą wymiennalną w zakresie przekraczającym wymagania MFW. Zniesiono bowiem obowiązek odsprzedawania dewiz przez eksporterów, umożliwiono rezydentom, przy spełnieniu określonych warunków, zakup za granicą nieruchomości, nabywanie akcji i obligacji przedsiębiorstw z krajów członkowskich OECD, zmniejszono również ograniczenia w zakresie udzielania kredytów i pożyczek przez rezydentów nierezydentom i odwrotnie¹¹.

W lipcu 1996 r. Polska stała się członkiem OECD, pod której presją kontynuowano proces liberalizacji dewizowej, co zaowocowało wejściem w życie 12 stycznia 1999 r. nowego prawa dewizowego¹². Zapewniło ono złotemu zewnętrzną wymiennalność, umożliwiło swobodę dokonywania przez rezydentów transakcji kapitałowych z podmiotami z krajów członkowskich OECD. W dalszym ciągu obowiązywały jednak restrykcje w zakresie krótkoterminowych transakcji kapitałowych, również w obrotach z krajami OECD. Dotyczyły one zwłaszcza możliwości posiadania rachunków bankowych za granicą oraz nabywania i sprzedawania krótkoterminowych papierów wartościowych.

¹⁰ M. Czermińska, *Wymiennalność złotego w świetle przepisów prawa dewizowego*, [w:] *Handel zagraniczny – metody, problemy tendencje*, K. Budzowski, S. Wydymus (red.), Wydawnictwo AE, Kraków 1999, s. 196.

¹¹ M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 393.

¹² Ustawa z dnia 18 grudnia 1998 roku *Prawo dewizowe*, DzU 1998, nr 160, poz. 1063.

Zmian w tym zakresie dokonano w ramach starań o członkostwo w Unii Europejskiej. 1 października weszła w życie nowa ustawa dewizowa¹³, która zniósła te ograniczenia, jednak wyłącznie w relacjach z krajami Unii Europejskiej, Europejskiego Obszaru Gospodarczego i OECD. Tym samym zobowiązania wobec OECD i Unii Europejskiej nie zostały nadal w pełni wykonane, wymagałoby to bowiem rozszerzenia liberalizacji w tym zakresie także na państwa trzecie¹⁴. W 2007 r. objęto nią również terytoria zależne, autonomiczne i stowarzyszone państw członkowskich UE, OECD i EOG. Ponadto zniesiono m.in. wymóg ustalania i przyjmowania przez rezydentów należności od nierezydentów w walutach wymiernych i walucie polskiej oraz umożliwiono w relacjach z krajami trzecimi wzajemne zaciąganie krótkoterminowych kredytów¹⁵. Ostatnia nowelizacja prawa dewizowego, z 2008 r., zniósła zakaz dokonywania w kraju, między rezydentami, rozliczeń w walutach obcych¹⁶.

4. Otwartość polskiej gospodarki na przepływy kapitałowe

Za miarę integracji polskiej gospodarki ze światowym systemem finansowym przyjęto stopień spełniania warunku pokrytego parytetu stóp procentowych. W jego myśl oczekiwana aprecjacja/deprecjacja waluty powinna być równa różnicy w oprocentowaniu dwóch walut.

Warunek ten można zapisać w postaci

$$(1 + i_k) = (1 + i_b) \times (1 + r_b)$$

lub przy założeniu bliskich zeru wartości oprocentowania i oczekiwanej aprecjacji/deprecjacji

$$i_k = i_b + r_b,$$

gdzie: i_k – oprocentowanie waluty kwotowanej,

i_b – oprocentowanie waluty bazowej,

r_b – oczekiwana aprecjacja ($r_b > 0$) lub deprecjacja ($r_b < 0$) waluty bazowej,

przy czym

$$r_b = \frac{F-S}{S},$$

gdzie: S – kurs natychmiastowy,

F – kurs terminowy.

¹³ Ustawa z dnia 27 lipca 2002 roku *Prawo dewizowe*, DzU 2002, nr 141, poz. 1178.

¹⁴ *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 194.

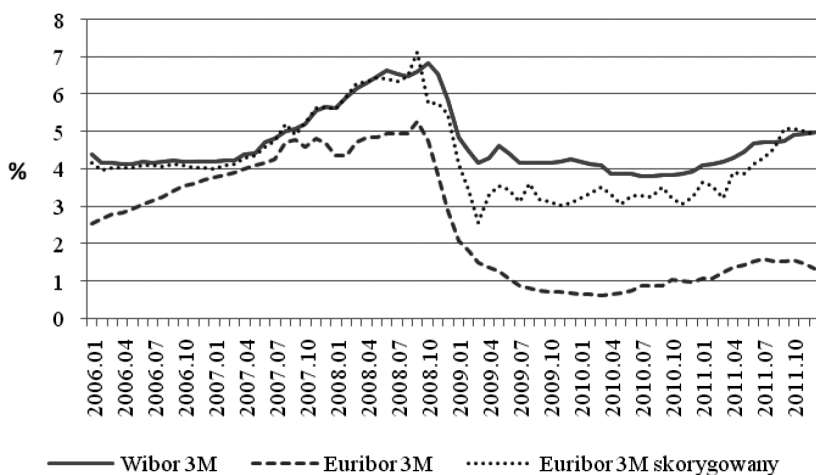
¹⁵ Ustawa z dnia 26 stycznia 2007 roku o zmianie ustawy *Prawo dewizowe i innych ustaw*, DzU 2007, nr 61, poz. 410.

¹⁶ Ustawa z dnia 23 października 2008 o zmianie ustawy – *Kodeks cywilny oraz ustawy – Prawo dewizowe*, DzU 2008, nr 228, poz. 1506.

Walutę oprocentowaną wyżej powinna cechować oczekiwana deprecjacja na odpowiednim poziomie, co jest wynikiem rosnącego popytu na tę walutę w transakcjach natychmiastowych i zwiększona podaż tej waluty w dostawach terminowych.

Brak spełnienia warunku parytetu stóp procentowych skłaniałby inwestorów do lokowania środków w tej walucie, której wyższe oprocentowanie nie jest rekompensowane adekwatnym poziomem oczekiwanej utraty wartości. Prowadzone według tego schematu transakcje arbitrażowe, przez oddziaływanie na oprocentowanie walut oraz ich kursy w dostawach natychmiastowych i terminowych, stanowiłyby automatyczny regulator rynku w kierunku spełnienia warunku parytetu stóp procentowych. Wymagałoby to jednak pełnej liberalizacji przepływów finansowych, zintegrowania w tym zakresie z gospodarką światową oraz odpowiedniego poziomu zaufania rynków finansowych, które premię za ryzyko sprowadzałyby do minimum.

Badanie, na ile warunek pokrytego parytetu stóp procentowych jest spełniony w Polsce, przeprowadzono na gruncie integracji europejskiej i światowej, na podstawie trzymiesięcznych stóp Wibor oraz Euribor i Libor dla dolara amerykańskiego, wykorzystując dostępne dane¹⁷ o poziomie trzymiesięcznego kursu terminowego oraz kursu S/N (spot/next) na koniec miesiąca w latach 2004-2011 (USD/PLN) oraz 2006-2011 (EUR/PLN) dla określenia wyrażonej w stosunku rocznym oczekiwanej trzymiesięcznej aprecjacji/deprecjacji.



Rys. 1. Stawki Wibor 3M, Euribor 3M oraz Euribor 3M skorygowany o wartość oczekiwanej aprecjacji euro względem złotego w latach 2006-2011

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Informacja dzienna*, Bank BGŻ, Baza EMIS Emerging Markets Information Service (dla kursów S/N i trzymiesięcznych EUR/PLN i USD/PLN) oraz <http://marketratesonline.com>, <http://www.bbalibor.com>, <http://www.money.pl>, <http://www.euribor-ebf.eu> (dla wartości Libor USD, Euribor, Wibor) za lata 2004-2011.

¹⁷ *Informacja dzienna*, Bank BGŻ, Baza EMIS Emerging Markets Information Service.

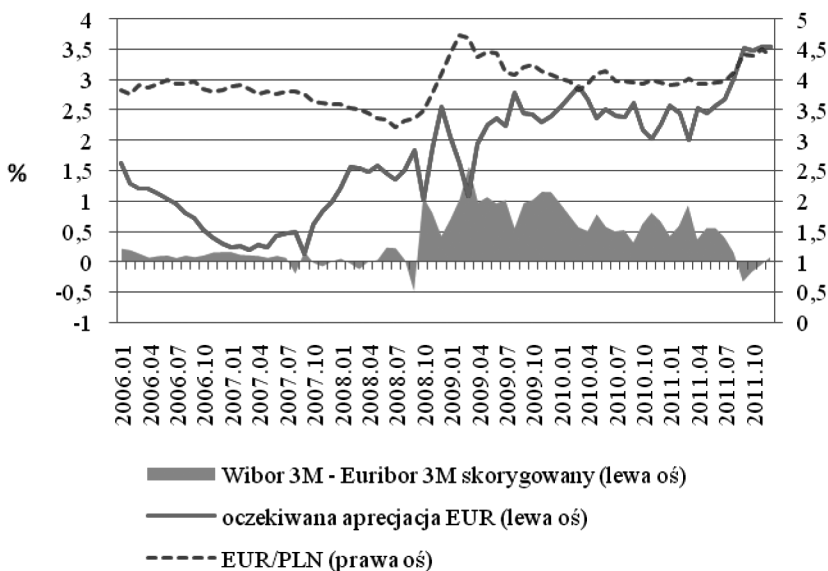
Na rysunku 1 przedstawiono stawki Wibor 3M, Euribor 3M oraz stawkę Euribor 3M skorygowaną o oczekiwany poziom trzymiesięcznej (wyrażonej w skali roku) aprecjacji EUR względem PLN w latach 2006-2011.

Na wykresie widać różnicę w oprocentowaniu PLN i EUR. Najmniejsze rozmiary przyjmowała ona w 2007 r., od tego jednak czasu różnica między nimi wyraźnie się zwiększyła, najpierw ze względu na wyraźnie wyższą dynamikę wzrostu oprocentowania PLN do końca 2008 r., a następnie intensywny spadek oprocentowania, zwłaszcza EUR.

Mimo różnic w wysokości oprocentowania do września 2008 r. oczekiwana aprecjacja EUR w stosunku do PLN w pełni rekompensowała wyższe oprocentowanie PLN. Na rysunku 1 oddaje to podobny przebieg linii Wibor 3M oraz skorygowanego Euribor 3M, co wskazuje na spełnianie warunku parytetu stóp procentowych.

Od września 2008 r. sytuacja uległa zmianie, poziom oczekiwanej aprecjacji euro był zbyt niski w stosunku do różnic w oprocentowaniu EUR i PLN, co zaowocowało dysparytetem stóp procentowych utrzymującym się do drugiej połowy 2011 r.

Poziom dysparytetu (Wibor 3M – Euribor 3M skorygowany) zaznaczono na rys. 2, najwyższą wartość, sięgającą 1,5%, odnotowano w lutym 2009 r.



Rys. 2. Dysparytet stóp procentowych Wibor 3M – Euribor 3M, oczekiwana aprecjacja EUR w stosunku do PLN oraz kurs natychmiastowy EUR/PLN w latach 2006-2011

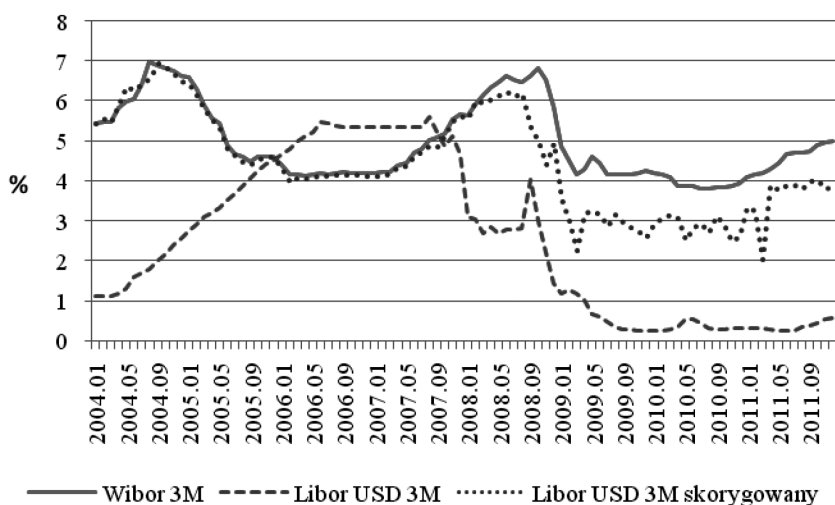
Źródło: jak dla rys. 1.

Spełnianie warunku parytetu stóp procentowych wymagałoby, przy danych poziomach oprocentowania walut, większej różnicy pomiędzy kursem terminowym

i natychmiastowym, tymczasem złotówka wyraźnie osłabiła się (rys. 2) na przełomie lat 2008-2009, co wiązać należy z międzynarodowym kryzysem finansowym i awersją do ryzyka związanego z inwestowaniem na rynkach wschodzących, w tym w Polsce.

Zmniejszające się różnice w oprocentowaniu walut, a zwłaszcza rosnące wartości oczekiwanej aprecjacji EUR (rys. 2), szczególnie od połowy 2011 r., doprowadziły do redukcji dysparytetu w końcu analizowanego okresu.

W analizowanym okresie oprocentowanie USD było wyraźnie niższe od oprocentowania PLN, z wyjątkiem okresu od początku 2006 r. do września 2007 roku, kiedy po trwającym od początku 2004 r. wzroście oprocentowania USD dolar był walutą oprocentowaną wyżej (rys. 3).



Rys. 3. Stawki Wobor 3M, Libor USD 3M oraz Libor USD 3M skorygowany o wartość oczekiwanej aprecjacji/deprecjacji USD względem PLN w latach 2004-2011

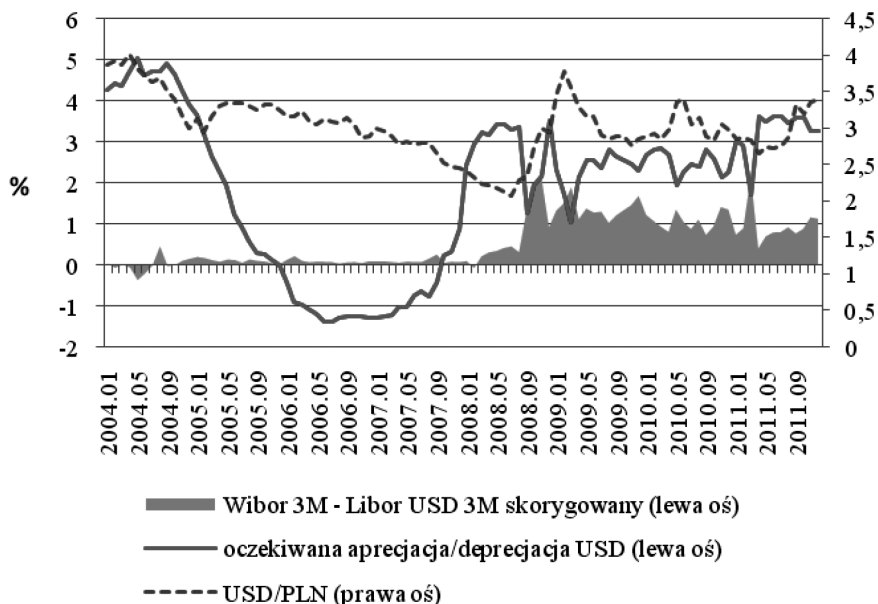
Źródło: jak dla rys. 1.

Mimo tych zmian, do początku 2008 r. różnice w oprocentowaniu rekompensowane były oczekiwaną aprecjacją/deprecjacją na odpowiednim poziomie, co odaje zaznaczona na rys. 3 zbieżność przebiegu linii Wobor 3M oraz skorygowanego o oczekiwaną aprecjację/deprecjację Libor USD 3M.

Począwszy od 2008 r., oczekiwana aprecjacja dolara względem złotego jest niższa, niż wynikałoby to z różnic w oprocentowaniu tych walut. W efekcie na rys. 3 linia skorygowanego Libor USD 3M przebiega poniżej linii Wobor 3M do końca analizowanego okresu.

Kształtowanie się wartości dysparytetu (Wobor 3M – Libor USD 3M skorygowany) przedstawiono na rys. 4. Jego analiza wskazuje na to, że poziom oczekiwanej

aprecjacji USD był zbyt niski, głównie ze względu na osłabienie PLN względem USD w transakcjach natychmiastowych, zwłaszcza w pierwszej połowie 2009 r. oraz szybszy w stosunku do USD wzrost oprocentowania PLN w końcu 2011 r.



Rys. 4. Dysparytet stóp procentowych Wibor 3M – Libor USD 3M, oczekiwana aprecjacja/deprecjacja USD w stosunku do PLN oraz kurs natychmiastowy USD/PLN w latach 2004-2011

Źródło: jak dla rys. 1.

Analiza poziomu oprocentowania PLN, EUR, USD oraz oczekiwanych zmian wartości PLN względem EUR i USD pozwala postawić wniosek o istotnym wpływie zaburzeń międzynarodowych rynków finansowych na poziom zintegrowania polskiej gospodarki ze światowym systemem finansowym.

Zaznaczyć przy tym należy wyższy, zwłaszcza w latach kryzysu finansowego, poziom zintegrowania polskiej gospodarki ze strefą euro niż z gospodarką światową reprezentowaną tu przez USD.

Oddają to dane w tab. 1. W całym analizowanym okresie średnia wartość dysparytetu stóp procentowych była wyższa dla relacji Wibor-Libor USD i wynosiła 0,557 punktu procentowego wobec wartości 0,386 dla relacji Wibor-Euribor.

Wpływ miał na to jednak głównie okres 2008-2011, do tego bowiem czasu wartość dysparytetu w obu przypadkach była niska, nie większa niż 0,09 punktu procentowego, i zbliżona. Natomiast w okresie 2008-2011 średnia wartość dysparytetu dla relacji Wibor-Libor USD wyniosła 1,033 punktu procentowego, podczas gdy dla relacji Wibor-Euribor kształtowała się na poziomie 0,535 punktu procentowego.

Tabela 1. Dysparytet stóp procentowych Wibor 3M – Libor USD 3M oraz Wibor 3M – Euribor 3M w latach 2004-2011

Wyszczególnienie	Liczba obserwacji	Wartość minimalna	Wartość maksymalna	Na koniec okresu	Średnia	Odchylenie standardowe
2004-2011						
Wibor-Libor USD	96	-0,361	2,169	1,141	0,557	0,596
Wibor-Euribor	72	-0,490	1,581	0,079	0,386	0,423
2004-2007						
Wibor-Libor USD	48	-0,361	0,463	0,078	0,081	0,112
Wibor-Euribor	24	-0,197	0,218	0,008	0,087	0,087
2008-2011						
Wibor-Libor USD	48	-0,061	2,169	1,141	1,033	0,496
Wibor-Euribor	48	-0,490	1,581	0,079	0,535	0,445

Źródło: jak dla rys. 1.

Ponadto na koniec analizowanego okresu wartość dysparytetu dla relacji Wibor-Euribor zmniejszyła się i osiągnęła poziom poniżej średniej, podczas gdy wartość ta na koniec okresu dla relacji Wibor-Libor USD była od średniej wyższa.

Zmienność dysparytetu, wyrażona wartościami odchylenia standardowego, dla każdego z wyróżnionych odcinków czasowych była wyższa dla relacji Wibor-Libor USD, a zmienność ta w obu przypadkach zaznaczyła się głównie w okresie 2008-2011. Wtedy też dysparytet osiągnął wartości najwyższe – 2,169 dla relacji Wibor-Libor USD oraz 1,581 dla relacji Wibor-Euribor.

5. Uwagi końcowe

Gospodarka polska wykazuje wysoki poziom zintegrowania ze światowymi rynkami finansowymi przez liberalizację przepływów kapitałowych z państwami o największym znaczeniu gospodarczym na świecie. Proces pełnej liberalizacji nie dobiegł jeszcze końca wobec restrykcji, zwłaszcza dla przepływów kapitału krótkoterminowego, w relacjach z pozostałymi państwami świata.

Regulacje prawne i instytucjonalne nie przesadzają o pełnej swobodzie obrotów kapitałowych. Nie bez znaczenia jest to, w jaki sposób polska gospodarka jest postrzegana przez zagranicznych inwestorów, ważny jest poziom zaufania rynków finansowych do Polski i jej otoczenia gospodarczego. Wyniki badań pokazały, że w warunkach kryzysu finansowego o zaufanie tego typu jest trudniej.

Literatura

- Borcuch A., *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Czermińska M., *Wymienialność złotego w świetle przepisów prawa dewizowego*, [w:] *Handel zagraniczny – metody, problemy tendencje*, red. K. Budzowski, S. Wydymus, Wydawnictwo AE, Kraków 1999.
- Gilbert Ch.L., Irwin G., Vines D., *International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries*, June 2000, <http://www.odi.org.uk/events/docs/3430.pdf>.
- Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, W. Małecki (red.), VIZJA PRESS & IT, Warszawa 2007.
- Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- <http://www.bbalibor.com>.
- <http://marketratesonline.com>.
- <http://www.money.pl>.
- <http://www.euribor-ebf.eu>.
- Informacja dzienna*, Bank BGŻ, Baza EMIS Emerging Markets Information Service.
- Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 3.
- Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Oręziak L., *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 1999.
- Rodrik D., *Who Needs Capital Account Convertibility*, http://oldweb.econ.tu.ac.th/archan/pokpong/EC452/Readings/Reading%20Ch6_crisis/rodrik.98.Kaccountconvert.pdf.
- Solarz J.K., *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.
- Stiglitz J.E., *Capital market liberalization, economic growth, and instability*, “World Development” 2000, vol. 28, issue 6, http://fac.comtech.depaul.edu/topiela/content/798-102_Stiglitz_Fin%20Makt%20Lib%20and%20Instability%202000.pdf.
- System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Ustawa z dnia 18 grudnia 1998 roku *Prawo dewizowe*, DzU 1998, nr 160, poz. 1063.
- Ustawa z dnia 27 lipca 2002 roku *Prawo dewizowe*, DzU 2002, nr 141, poz. 1178.
- Ustawa z dnia 23 października 2008 roku o zmianie ustawy – *Kodeks cywilny oraz ustawy – Prawo dewizowe*, DzU 2008, nr 228, poz. 1506.
- Ustawa z dnia 26 stycznia 2007 roku o zmianie ustawy *Prawo dewizowe i innych ustaw*, DzU 2007, nr 61, poz. 410.

OPENNESS OF POLISH ECONOMY IN TERMS OF CAPITAL ACCOUNT LIBERALIZATION

Summary: The paper presents the benefits and risks which may appear in the country introducing capital account liberalization. It shows the process of capital account liberalization in Poland and a degree of openness of the Polish economy to capital flows particularly in terms of financial crises in the world.

Keywords: capital account liberalization, financial markets, openness of the economy.