

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 448

**Wolny handel i szybki rozwój.
Współczesne priorytety w gospodarce
światowej**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Dorota Pitulec
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Małgorzata Myszkowska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach internetowych
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-615-2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	7
-------------	---

Część 1. Wolny handel i szybki rozwój

Artur Klimek: Niemieckie małe i średnie przedsiębiorstwa a handel zagraniczny / German small and medium sized enterprises and international trade	11
Magdalena Myszkowska: Zmiany w eksporcie Polski w kategoriach wartości dodanej / Changes in Poland's export within the categories of value added.....	20
Agnieszka Rękas: Wpływ zamachów terrorystycznych na bezpieczeństwo międzynarodowe ze szczególnym uwzględnieniem wymiany handlowej / The impact of terrorism on international safety with special integrating of trade exchange	32
Przemysław Skulski: Problemy kontroli zbrojeń i handlu uzbrojeniem – perspektywa międzynarodowa / Problems of arms trade control and disarmament – international perspective	44
Marek Wieteska: Wpływ regulacji celnych na procedurę zakupu towarów rolno-spożywczych z krajów trzecich – studium przypadku / The impact of customs regulations on the procedure of purchasing agricultural and food products from third countries – case study.....	58
Marta Wincewicz-Bosy: Umowa sprzedaży w obrocie międzynarodowym – wybrane aspekty prawno-porządkowe / The contract of sale in international trade – selected aspects of legal and law order.....	71

Część 2. Współczesne priorytety w gospodarce światowej

Sebastian Bobowski: Ekspansywna polityka monetarna Bank of Japan (BoJ) w dobie Abenomiki – szansa czy zagrożenie dla Japonii? / An expansionary monetary policy of the Bank of Japan (BoJ) under Abenomics – an opportunity or a threat for Japan?.....	87
Jarosław Brach: Kapitał zagraniczny w polskich przedsiębiorstwach międzynarodowego drogowego transportu ładunków – ocena działalności / Foreign capital in the Polish international road freight companies – the assessment of activity	100

Aleksandra Gomulka: Determinanty rozwoju outsourcingu w Indiach / Determinants of outsourcing development in India	118
Anna H. Jankowiak: Branżowe specjalizacje specjalnych stref ekonomicznych w kontekście tworzenia klastrów i inicjatyw klastrowych / Sectoral specialisations of special economic zones in the context of clusters and cluster initiatives	131
Katarzyna Kupczyk: Strategia dualna w biznesie medialnym i jej skuteczność na wybranym przykładzie / Dual strategy in media business and its effectiveness on the selected example	143
Karolina Łopacińska: Rozwój sektora motoryzacyjnego w Chinach jako przejaw przemiany gospodarki Państwa Środka / Development of automotive sector in China as an example of Chinese economy transformation	154
Szymon Mazurek: Identyfikacja sieci w gospodarce / Identification of networks in economy	167
Joanna Michalczyk: Rynek żywności ekologicznej w warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej / The market of organic food under conditions of Poland's membership in the European Union	178
Wawrzyniec Michalczyk: Zależności między kursem złotego względem euro a wybranymi zmiennymi makroekonomicznymi w latach 2011-2015 / The dependences between the zloty's exchange rate against the euro and selected macroeconomic variables in the years of 2011-2015	193
Michał Nowicki: Gdyby burmistrzowie zarządzili gospodarką światową. Ocena koncepcji B.R. Barbera z perspektywy ekonomii międzynarodowej / If mayors ruled the global economy. Evaluation of B.R. Barber's concept from the perspective of international economy	206
Maciej Olbert: Rola migracji zarobkowych wykwalifikowanych specjalistów IT w branży wysokich technologii. Skala, warunki, perspektywy / The role of economic immigration of IT professionals in hightech sector. Scale, conditions and perspectives	215
Agnieszka Piasecka-Głuszak: Działania kaizen z perspektywy pracowników polskich przedsiębiorstw / Kaizen activities from the perspective of employees of Polish enterprises	226
Klaudia Reikowska: Podsumowanie 40-letniej współpracy Unii Europejskiej oraz Chińskiej Republiki Ludowej. Dalsze perspektywy rozwoju / A summary of the 40 years of cooperation between the European Union and the People's Republic of China and further development perspectives	242
Jan Rymarczyk: Pochodne instrumenty finansowe jako czynnik stymulujący współczesną globalizację finansową / Innovative financial instruments as the factor stimulating current financial globalization	254
Jerzy Rymarczyk: Kryzysu greckiego ciąg dalszy / Greek crisis continued	267

Wstęp

Oddawany do Państwa rąk tom pod zbiorczym tytułem *Wolny handel i szybki rozwój. Współczesne priorytety w gospodarce światowej* zawiera artykuły autorów zainteresowanych problematyką rozwoju w dobie postępujących procesów globalizacji.

Część pierwsza opracowania koncentruje się na zagadnieniach handlu międzynarodowego. Przesłanką zainteresowania problematyką handlu międzynarodowego był zawsze strach przed brakiem dóbr zaspokajających podstawowe potrzeby, a także dążenie do dobrobytu i bogactwa. Czynniki te inspirowały z kolei podmioty rynku światowego do walki o korzyści z wymiany. Tym samym handel zagraniczny stał się jednym z obiektywnych czynników różnicujących warunki rozwoju ekonomicznego każdego kraju w aspekcie funkcjonalnym. W zależności od prawidłowości tego rozwoju może być czynnikiem rozwoju gospodarczego lub jego barierą. Współcześnie uczestnictwo w światowym systemie handlu podlega także wpływowi postępującej pod auspicjami GATT/WTO liberalizacji wymiany. Mając na względzie powyższe uwarunkowania o charakterze globalnym, należy pamiętać, że o korzyściach z wymiany, mierzonych obecnie tzw. wartością dodaną, decydują zarówno liczne uwarunkowania, m.in. znajomość regulacji celnych, zasad zawierania umów handlowych, jak i dobrze funkcjonujące przedsiębiorstwa. Aspekty ekonomiczne wymiany międzynarodowej nie powinny jednak dominować nad społeczno-politycznymi, np. w kontekście handlu uzbrojeniem i kontroli zbrojeń oraz bezpośrednio związanymi z tym zagadnieniami bezpieczeństwa międzynarodowego, będącego bezsprzecznie jednym z ważniejszych priorytetów współczesnego świata.

Część druga opracowania poświęcona jest właśnie współczesnym priorytetom w gospodarce światowej. Na pewno do priorytetów należą wzrost i rozwój gospodarczy.

Biorąc pod uwagę systematykę czynników wzrostu gospodarczego, można wyróżnić ujęcie historyczne oraz ujęcie modelowe. Ujęcie historyczne dotyczy analizy głównych czynników wzrostu gospodarczego, tj. kapitału, ziemi, pracy oraz wiedzy technicznej. Ujęcie modelowe sprowadza się do przeanalizowania czynników bezpośrednich, jak zatrudnienie i wydajność pracy, oraz pośrednich: majątku produkcyjnego, inwestycji i ich efektywności. Ponadto w teorii ekonomii rozdziela się analizę wzrostu gospodarczego od analizy fluktuacji gospodarczych. W ramach teorii wzrostu gospodarczego rozpatruje się w takim przypadku dwie kwestie: źródła fluktuacji oraz czynniki, głównie egzogeniczne, które mogą doprowadzić do złagodzenia wszelkiego rodzaju fluktuacji. Na tym tle rozróżnia się zrównoważony wzrost gospodarczy lub wzrost gospodarczy w otoczeniu równowagi od wzrostu gospodarczego poza równowagą.

W centrum dyskusji od lat pozostaje wpływ postępu technicznego (technologicznego) na funkcjonowanie gospodarki. Jeżeli postęp techniczny jest wynikiem działania czynników ekonomicznych, na ogół za pośrednictwem cen, to naturalną pozycją gospodarki jest równowaga. Jeżeli natomiast postęp techniczny oddziałuje na gospodarkę poprzez impulsy (szoki), to mogą się pojawić istotne fluktuacje, które ostatecznie oddalają gospodarkę od równowagi. W dobie globalizacji postęp techniczny, zwłaszcza w gospodarkach słabiej rozwiniętych, jest pochodną pozyskiwanego przez gospodarkę kapitału zagranicznego, a także wykształconych kadr pracowniczych, m.in. również w ramach adaptowanych zagranicznych systemów zarządzania (np. japoński kaizen) czy migracji zarobkowych wykwalifikowanych specjalistów IT w branży wysokich technologii.

Równie ważnym nurtem rozważań są kwestie wpływu polityki pieniężnej, a ogólniej funkcjonowania rynków pieniężnych i kapitałowych, na wzrost gospodarczy. Przedmiotem szczególnej uwagi powinna być niedoskonałość funkcjonowania rynków finansowych, które są źródłem poważnych fluktuacji gospodarczych. Nie bez znaczenia jest także polityka monetarna państwa oraz badanie zależności między zmiennymi makroekonomicznymi a kursem waluty narodowej do waluty międzynarodowej (euro, dolar itp.).

Globalizacja finansowa i rozwój instrumentów pochodnych często wskazywane są jako przyczyny kryzysów finansowych. Historyczny kontekst dla faktów, które spowodowały narastanie kryzysu zadłużeniowego w ostatnich latach, oddaje analiza przypadku pojedynczego kraju, jakim jest Grecja. Opracowanie zawiera także inne, inspirujące studia przypadków, np. outsourcing w Indiach, sektor motoryzacyjny w Chinach, biznes medialny. Porusza także ważne dla rozwoju gospodarczego kwestie rynku żywnościowego, inicjatyw klastrowych, sieci w gospodarce czy współpracy gospodarczej Chin i Unii Europejskiej.

Dla współczesnych stosunków międzynarodowych bardzo ważny jest również dyskurs toczący się wokół kwestii *global governance*. Artykuł pt. *Gdyby burmistrzowie rządili gospodarką światową. Ocena koncepcji B.R. Barbera z perspektywy ekonomii międzynarodowej* jest ciekawym głosem w tej kwestii, zwłaszcza że idea *global governance*, choć wciąż pozbawiona konkretnych ram, jest obecna w strategiach państw, które w XXI wieku silnie zaznaczają swoją globalną obecność. Dla niektórych państw (Stany Zjednoczone, Japonia, Rosja) odniesienie się do konieczności tworzenia nowego, globalnego ładu to konieczność redefinicji swojej pozycji w światowej polityce i gospodarce, dla innych, szczególnie dla Chin, to wymóg zdefiniowania swoich priorytetów w tym zakresie. Ponieważ państwa te są najważniejszymi aktorami na arenie międzynarodowej, ich postawa wobec zjawiska globalnego kierowania jest zasadnicza dla kwestii ekonomicznych, społecznych i politycznych współczesnego świata.

Małgorzata Domiter

Jan Rymarczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mail: jan.rymarczyk@ue.wroc.pl

POCHODNE INSTRUMENTY FINANSOWE JAKO CZYNNIK STYMULUJĄCY WSPÓŁCZESNĄ GLOBALIZACJĘ FINANSOWĄ

INNOVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS AS THE FACTOR STIMULATING CURRENT FINANCIAL GLOBALIZATION

DOI: 10.15611/2016.448.20

JEL Classification: F30, F65, G15

Streszczenie: Finansowa globalizacja oznacza wzrost intensywności powiązań o charakterze finansowym pomiędzy instytucjami, korporacjami i krajami w skali światowej. Istnieje wiele czynników, które wpłynęły na obserwowaną od początku lat 90. jej ogromną dynamikę. Do jednych z najważniejszych należy zaliczyć jakościowy, ilościowy i wartościowy wzrost rozmiarów i zastosowania w transakcjach finansowych innowacyjnych instrumentów pochodnych. Ich rozwój jest paralelny do postępów globalizacji finansowej i jest od niej zależny, co oznacza istnienie między tymi zjawiskami sprzężenia zwrotnego. Ocena ich wpływu zarówno mikro-, jak i makroekonomicznego jest ambiwalentna. Ich zastosowanie znacznie zwiększyło możliwości zarządzania ryzykiem przez podmioty rynkowe i tym samym rozmiary i zróżnicowanie realizowanych przez nie transakcji finansowych z przełożeniem na wzrost gospodarczy i dobrobyt w poszczególnych krajach, aczkolwiek w bardzo zróżnicowanym stopniu. Jednakże ich skomplikowane, wieloszczeblowe i zbyt ryzykowne użycie przy braku odpowiednich regulacji i kontroli ze strony państw prowadzi do turbulencji na rynkach finansowych i kryzysów, czego najbardziej spektakularnym dowodem jest globalny kryzys finansowy w latach 2008-2009.

Słowa kluczowe: finansowa globalizacja, derywaty, innowacyjne instrumenty finansowe, sekurytyzacja, globalny kryzys finansowy.

Summary: Financial globalization means the increase of intensity of connections about financial character between institutions, companies and countries across the world. There are many factors which have influenced its huge dynamics that is observed since the beginning of the 1990s. Qualitative, quantitative and in the terms of money growth of derivative products and their use in the financial transactions belong to the most important ones. Their development is parallel with the advance of financial globalization and depends on it, which means that the feedback between these phenomena exists. However, the evaluation of their influence on economy is ambivalent. Their use have increased significantly the possibility of management

of risk by market subjects and as a consequence, a size and a diversity of the executed by them financial transactions with a transmission on economic development and prosperity in individual countries albeit to various degrees. But their complicated, multilevel and too risky use together with the lack of the adequate, legal regulations and control from the states has caused turbulences and crisis on the financial markets. The most spectacular evidence of it is the Global Finance Crisis in the years 2008-2009.

Keywords: financial globalization, derivatives, innovative financial instruments, securitization, global financial crisis.

1. Wstęp

Innowacyjne instrumenty finansowe stanowią jeden z najważniejszych, a jednocześnie mocno kontrowersyjnych czynników rozwoju finansowej globalizacji, czyli zjawiska ogromnego wzrostu powiązań i zależności o charakterze finansowym na poziomie makro- i mikroekonomicznym w skali światowej [Palley 2008, s. 2].

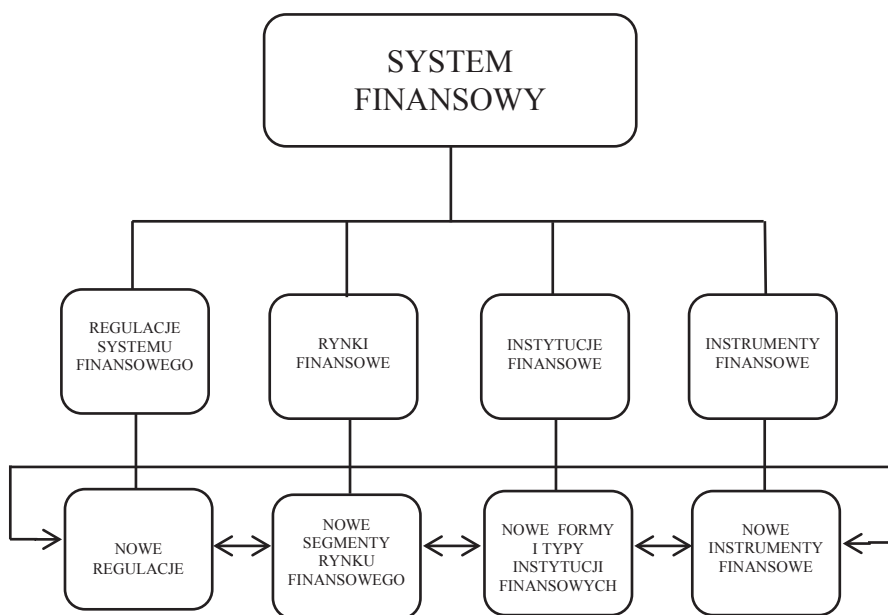
Z jednej strony występuje niekwestionowany ich pozytywny wpływ na rozwój światowej finansjalizacji, z drugiej zaś negatywne oddziaływanie głównie na stabilność rynków finansowych i przyczynianie się do wystąpienia kryzysów.

Ujmując historycznie proces ich kształtowania się, można stwierdzić, że generalnie nie są one zjawiskiem nowym. Na różnych etapach rozwoju relacji finansowych wprowadzane zmiany w ich instrumentach miały charakter innowacyjny. Już w starożytności, na terenie Egiptu, Mezopotamii i Rzymu stworzono sposoby finansowania przyszłej produkcji podobne do obecnych transakcji forward i opcyjnych. We wczesnym średniowieczu na targach w ówczesnych centrach handlowych stosowano proste kontrakty terminowe typu forward. Do najstarszych transakcji futures należą handlowane na Dojima Rice Exchange koło Osaki w Japonii w XVIII wieku kontrakty terminowe na ryż. Na wielką skalę handel futures rozwinął się jednak dopiero w połowie XIX wieku na Chicago Board of Trade (CBT). Do historii największych transakcji spekulacyjnych został zaliczony handel opcjami kupna i sprzedaży cebulek tulipanowych w Holandii w pierwszej połowie XVII wieku, który zakończył się pęknięciem „bańki spekulacyjnej” i drastycznym załamaniem się rynku. Natomiast handel opcjami na akcje rozpoczął się pod koniec XVIII wieku na London Stock Exchange (LSE), a jego silny rozwój nastąpił w 1973 r. i związany był z utworzeniem Chicago Board Options Exchange (CBOE). Prawdziwa eksplozja rynku derywatów nastąpiła jednak dopiero w latach 90., kiedy to handel nimi zwiększył się blisko 10-krotnie, przy czym znacznie większy był na rynkach pozagiełdowych (*over-the-counter trading*, OTC) ze względu na mniej restrykcyjne regulacje obrotu na nich. Globalna wartość kontraktów pochodnymi instrumentami finansowymi wzrosła z 72 bln USD w 1998 r. do 106 bln USD w 2002 r. i 680 bln USD w 2008 r., a w 2013 r. osiągnęła wielkość 710 bln USD, z czego ponad 80% opiewało na stopy procentowe [Globalisierung... 2002, s. 65; [http:// independenttrader.pl](http://independenttrader.pl)].

2. Pojęcie i rodzaje innowacji finansowych

Finansowe innowacje definiowane są jako nowoczesne rozwiązania dotyczące produktów, procesów i ryzyka finansowego. Inna definicja charakteryzuje je jako sposoby modernizacji elementów systemu finansowego, czyli wprowadzania nowych rozwiązań dotyczących jego regulacji, rynków, instytucji i instrumentów (rys. 1).

Wprowadzone w poszczególnych krajach ustawy liberalizujące i deregulujące funkcjonowanie rynków finansowych oraz otwierające je na międzynarodowe przepływy i usuwające ich bariery stanowiły podstawowy czynnik dynamicznego rozwoju finansowej globalizacji.



Rys. 1. Elementy składowe systemu finansowego

Źródło: na podstawie [Błach 2011, s. 20].

Zmiany legislacyjne przeprowadzone najpierw w USA, a później w Europie Zachodniej i w końcu w krajach *emerging markets* determinowały powstanie globalnego rynku finansowego. Szczegółowe regulacje w danych krajach decydują o możliwości i zakresie funkcjonowania instytucji finansowych oraz stosowaniu różnych instrumentów finansowych na ich rynkach. W szczególności po globalnym kryzysie finansowym podjęte zostały przedsięwzięcia legislacyjne mające na celu ograniczenie spekulacyjnego zastosowania niektórych derywatów, działalności funduszy hedgingowych i rajów podatkowych jako czynników destabilizujących światowy system finansowy. W finansowej działalności regulacyjnej coraz większą rolę

odgrywają międzynarodowe organizacje, takie jak: OECD, MFW, Bank Światowy i Bank Rozrachunków Międzynarodowych, co wynika ze świadomości, że współczesny światowy system finansowy stanowi zestaw naczyń połączonych, dlatego aby regulacje były skuteczne, muszą być podejmowane na szczeblu globalnym.

Jeśli chodzi o rynki finansowe, to innowacjami będą nowe ich segmenty, takie jak: niezwykle ważny rynek eurodolarowy, rynek derywatów, rynek kart kredytowych i debetowych, rynek usług związanych z automatycznymi maszynami kasującymi (*automated teller machine*, ATM).

Do nowych form i typów instytucji finansowych zalicza się m.in. fundusze *private equity*, fundusze hedgingowe, państwowe fundusze majątkowe, holdingi finansowe i spółki specjalnego przeznaczenia.

Natomiast innowacyjne instrumenty finansowe będą obejmowały [Błach 2011, s. 19; Misiura 2015, s. 334]:

- nowe lub tradycyjne instrumenty, w których zmienione zostały pewne elementy w celu zwiększenia ich płynności i zakresu zastosowania,
- instrumenty będące kombinacją kilku innych instrumentów finansowych,
- instrumenty stanowiące substytuty tradycyjnych instrumentów finansowych,
- instrumenty stanowiące zabezpieczenia przed zmianami parametrów rynku finansowego, np. stóp procentowych, kosztów walutowych, cen towarów i ryzyka.

Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule będą innowacyjne instrumenty finansowe określane jako derywaty lub instrumenty pochodne. Definiowane one są jako instrumenty finansowe, których wartość zależy od wartości innego instrumentu zwanego bazowym. Instrumentem bazowym mogą być akcje, obligacje, stopy procentowe, waluty, indeksy giełdowe, towary, a nawet pogoda. Do najbardziej rozpowszechnionych rodzajów derywatów należą:

- klasyczne (tradycyjne),
- hybrydowe (strukturyzowane, syntetyczne),
- tworzone na bazie innych elementów,
- opcje egzotyczne.

Do pierwszej grupy należą forward, futures, swapy i opcje określone niekiedy jako waniliowe transakcje (*vanilla transaction*).

Forward jest najprostszym instrumentem finansowym i stanowi nieodwołalną umowę kupna lub sprzedaży instrumentu bazowego po z góry określonej cenie z terminem realizacji w przyszłości.

Mechanizm funkcjonowania futures jest taki sam jak forward, z tym że transakcje futures mają charakter standardowy i są zawierane na giełdzie, podczas gdy forward wyłącznie w obrocie pozagiełdowym. W porównaniu z forward i futures opcje są bardziej elastycznym instrumentem, ponieważ oznaczają one prawo, ale nie obowiązek zakupu (*call option*) lub sprzedaży (*put option*) albo do wyboru jednego lub drugiego rodzaju transakcji (*double option*) w odniesieniu do instrumentu bazowego po z góry określonej cenie za zapłatą odpowiedniej premii. Opcje mogą być handlowane zarówno na giełdzie, jak i w obrocie pozagiełdowym.

Natomiast swapy są kontraktami zawieranymi poza giełdą, których strony zobowiązują się do zamiany określonych instrumentów bazowych na pewien okres, po którym następuje powrót do stanu wyjściowego.

Wymienione instrumenty można podzielić m.in. na: symetryczne (linearne) i niesymetryczne (nielinearne). Do pierwszych należą forward, futures i swapy. Oznaczają one, że po obu stronach transakcji występuje obowiązek jej realizacji na uzgodnionych warunkach. W przypadku instrumentu niesymetrycznego, którym są opcje, po jednej stronie występuje prawo, a po drugiej obowiązek wykonania transakcji.

Drugą grupę, czyli instrumenty hybrydowe, tworzą różne kombinacje pozostałych instrumentów finansowych, tj. akcji, obligacji, walut, indeksów giełdowych z derywatami. Można połączyć m.in. lokatę bankową, polisę ubezpieczeniową, certyfikat inwestycyjny z wysoko ryzykowną opcją. Na przykład dana inwestycja trwała dzielona jest na dwie części. Pierwsza zasadnicza lokowana jest w ww. bezpieczne instrumenty w takiej wysokości, aby łącznie z oprocentowaniem zapewnić zwrot całego zainwestowanego kapitału lub znacznej jego części. Natomiast pozostała jest lokowana w ryzykowny instrument pochodny, który może przynieść wysoki zysk, ale w praktyce częściej zerowy, lub stratę. Na przykład z zainwestowanych 10 000 PLN część zasadnicza, tj. 9500 PLN, lokowana jest w obligacje przynoszące dochód w wysokości 5,3%, co gwarantuje inwestorowi zwrot całego kapitału z niewielką nadwyżką, a 500 PLN w wysoko ryzykowną opcję, która teoretycznie może przynieść np. 300% zysku (1500 PLN). Jeśli tak się stanie, to inwestor oprócz zwrotu kapitału otrzyma 2000 PLN, czyli instytucja finansowa spełni wcześniejszą obietnicę, że możliwe jest otrzymanie 20% zysku z inwestycji. Prowizja pośrednika zwykle pobierana jest z góry.

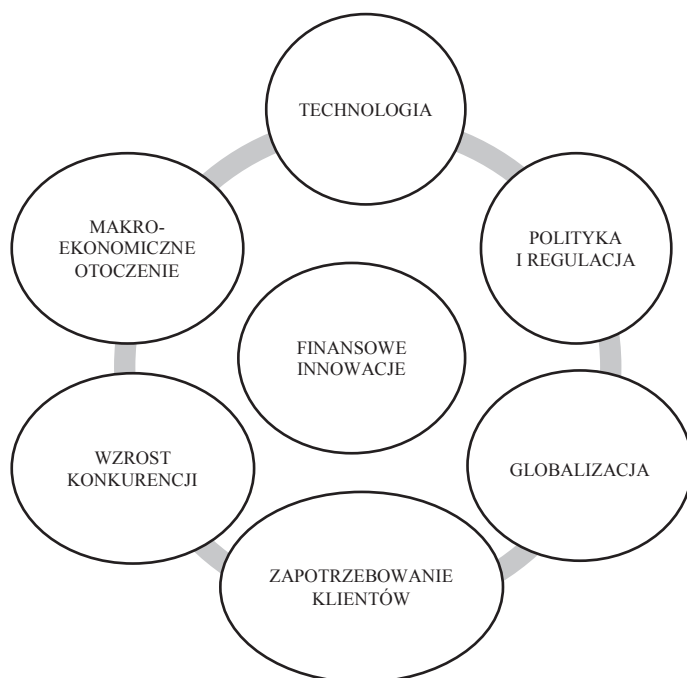
Wśród zaliczanych do trzeciej grupy derywatów, których instrumentem bazowym są inne rodzaje derywatów, czyli derywaty derywatów, najczęściej wymieniane są opcje na kontrakty futures, opcje na transakcje swap, zwane swapcjami (*swaption*) oraz opcje złożone. Pierwsze polegają na zakupie lub sprzedaży prawa do zakupu lub sprzedaży kontraktu futures na określony instrument finansowy lub towar. Drugie analogicznie uprawniają do zakupu lub sprzedaży swapu. Natomiast trzecie to opcje kupna wystawione na inne opcje (np. opcja kupna na opcję sprzedaży, opcja sprzedaży na opcję kupna).

Do opcji egzotycznych należą m.in. opcje, których podstawowe parametry, jak np. okres ważności, termin wykonania, wybór rodzaju opcji, termin zapłaty, premii itp. mają charakter inny niż w klasycznej opcji, np. opcje bermudzkie, perpetualne, wyboru, opcje „płać później” (*pay later*). Następny rodzaj to opcje graniczne, których dochód jest zależny od ceny aktywów bazowych w okresie jej ważności, np. opcje azjatyckie, opcje „patrzące do tyłu” (*lookback option*), opcje drabinowe (*ladder option*), opcje barierowe. Inny rodzaj to opcje wieloczynnikowe, czyli takie, w których występują przynajmniej dwa aktywa bazowe, np. opcje tęczowe, opcje koszykowe, opcje rozpiętościowe.

3. Determinanty dynamicznego rozwoju derywatów finansowych

Obserwowany w ostatnich trzech dekadach dynamiczny rozwój innowacyjnych instrumentów finansowych ma złożony charakter, tak jak i jego wzajemnie warunkujące się przyczyny. Generalnie można je podzielić na zewnętrzne, wynikające z niedoskonałości rynków finansowych i turbulencji makroekonomicznego otoczenia, oraz wewnętrzne, których źródłem jest zapotrzebowanie uczestników rynku finansowego na kreację instrumentów zabezpieczających ich przed ryzykiem, zwiększających ich zyski oraz konkurencyjność.

Do pierwszej grupy należą takie czynniki, jak globalizacja, makroekonomiczne otoczenie, nowoczesne technologie oraz polityka i regulacje ustawowe (rys. 2).



Rys. 2. Determinanty ekspansji derywatów

Źródło: [Dincer, Hacıoglu (eds.) 2014, s. 167].

Globalizacja jest najbardziej kompleksowym czynnikiem ekspansji derywatów, ponieważ zawiera wszystkie inne. Między nimi a globalizacją istnieje sprzężenie zwrotne – jakościowy i ilościowy ich rozwój prowadzi do wzrostu globalizacji i odwrotnie. Generalnie polega ona na intensyfikacji rozmiarów i rodzajów przepływów gospodarczych, w tym szczególnie finansowych, pomiędzy podmiotami zlokalizowanymi w różnych krajach i w ich obrębie. Oznacza to wzrost ryzyka związanego

z różnorodnością panujących w nich warunków (kursy walutowe, stopy procentowe, ceny i indeksy giełdowe).

Skomplikowanie efektywnych sposobów zarządzania finansami w skali globalnej przez instytucje finansowe i korporacje transnarodowe, powoduje konieczność stosowania coraz bardziej udoskonalonych, innowacyjnych narzędzi i rozpowszechnienie się ich stosowania z kraju do kraju. Znaczną rolę w tym procesie odgrywają działające w skali globalnej nowe rodzaje instytucjonalnych inwestorów, jak np. fundusze hedgingowe, spółki specjalnego przeznaczenia i fundusze *private equity capital*. Tworzeniu nowych, ryzykownych derywatów sprzyja trudność regulacji ich stosowania przez władze poszczególnych krajów ze względu na istnienie eurorynku i *offshore financial centres*.

Niestabilność makroekonomicznego otoczenia jest kolejnym czynnikiem stymulującym tworzenie nowych instrumentów finansowych. Można powiedzieć, że gospodarki rozwijają się od kryzysu do kryzysu, co oznacza ciągłą zmianę koniunktury. Po okresie wzrostu i stabilności następuje nieuchronny spadek i mniej lub bardziej gwałtowne załamanie się koniunktury w skali regionu lub świata.

Zmiany w realnej gospodarce poprzedzone są zwykle silnymi wahaniami na rynkach finansowych. Tracą na wartości akcje i inne papiery wartościowe, spadają kursy walutowe, rośnie oprocentowanie kredytów i inflacja. Ogromny wzrost rozmiarów obrotów i ich szybkość powodują, że rozmiary turbulencji na rynkach finansowych stają się coraz większe, coraz łatwiej następuje ich przemieszczanie się z kraju do kraju. Jest oczywiste, że podmioty gospodarcze starają się zabezpieczyć przed tym, poszukując remedium również w sferze instrumentów finansowych.

Liberalizacja finansowa i otwarcie rynków finansowych poszczególnych krajów spowodowały, że banki i inne instytucje finansowe przestały być chronione przez swoje rządy przed konkurencją międzynarodową, a jednocześnie same podjęły agresywną działalność na innych rynkach. Konkurencja wewnątrz krajowa rozszerzona została do skali globalnej. Nowy wymiar konkurencji i jej zaostrenie spowodowane m.in. pojawieniem się konkurencji z *emerging markets* powoduje, że starają się one uzyskać przewagę nad rywalami, stosując coraz nowocześniejsze, bardziej skomplikowane, ale niekiedy również bardziej ryzykowne instrumenty finansowe.

Działalność instytucji finansowych w sferze wynajdowania innowacyjnych instrumentów finansowych pozostaje także pod presją zapotrzebowania na nie ze strony różnych uczestników rynków finansowych, dążących do ograniczenia ryzyka swojej działalności i wzrostu zysków. Ich chłonność w tej sferze rośnie wraz z rozmiarami oraz jakością i geograficzną dywersyfikacją ich działalności. Kreacja nowych, wyrafinowanych instrumentów jest również elementem strategii marketingu instytucji finansowych, które w ten sposób demonstrują swoje kompetencje.

Wpływ polityki i regulacji rządowych na rozwój derywatów jest skomplikowany. Z jednej strony, o czym już była mowa, liberalizacje i deregulacje wprowadzone przez rządy poszczególnych krajów były jednym z najważniejszych czynników decydujących o rozwoju finansowej globalizacji, a w tym i eksplozji innowacji finan-

sowych. Z drugiej zaś strony, restrykcje rządowe mogą ograniczyć rozwój rynku derywatów. W praktyce często występuje jednak sytuacja, że powodują one rozwój nowych instrumentów finansowych, stanowiących próbę ich obejścia. Dobrą egzemplifikacją tego jest sfera podatków i wiele innowacyjnych instrumentów, które mają na celu ich ograniczenie lub uniknięcie ich płacenia.

Czynnikiem *last but not least* rozwoju derywatów był rozwój techniki komputerowej i środków telekomunikacji. Komputery umożliwiły gromadzenie i przetwarzanie ogromnych ilości informacji i symulacje dotyczące m.in. oceny ryzyka i prawdopodobieństwa uzyskania pożądaných efektów zamierzonych inwestycji i rozmiaru istniejących zagrożeń. Zrewolucjonizowały one handel giełdowy – handel na parkiecie został prawie całkowicie zastąpiony handlem elektronicznym prowadzonym za pośrednictwem „platform elektronicznych”. Poważny i rosnący udział ma w nim handel algorytmiczny oparty na wysokiej częstotliwości składania zleceń przez wysokowydajne komputery. Handel algorytmiczny oznacza zawieranie zleceń pomiędzy komputerami na podstawie wprowadzonych do nich algorytmów, tzn. programów zawierających rodzaj aktywów, jego cenę, rozmiary, czas ważności zlecenia itp., a nawet złożenie zlecenia bez ingerencji inwestora.

Połączenie komputerów z telewizją spowodowało, że „burze mózgów” i posiedzenia zarządów i rad nadzorczych różnych instytucji mogą się odbywać „na odległość”, tj. poprzez wideokonferencje. Internet spowodował „śmierć czasu” (*death of time*) i śmierć odległości (*death of distance*), co oznacza, że przekazywanie informacji, zarządzanie, zawieranie, monitorowanie i kontrola transakcji finansowych stały się możliwe w czasie realnym pomiędzy partnerami znajdującymi się w różnych częściach świata. Jednocześnie koszty tych działań znacznie się zmniejszyły w porównaniu z kosztami innych środków przekazu. W poważnej mierze wyeliminowani zostali finansowi pośrednicy. Inwestorzy mogą składać zlecenia na zakup akcji czy innych papierów wartościowych derywatów, nie wychodząc z domu, za pomocą iPAdów i innych tego typu urządzeń.

4. Korzyści i zagrożenia wynikające z rozwoju derywatów

Innowacyjne instrumenty finansowe spowodowały ogromne zmiany na rynkach finansowych, dynamizując ich rozwój. Ich rozmiary, mierzone wartością i liczbą transakcji, niesłychanie wzrosły, a ich płynność także się zwiększyła. Ułatwiły one podmiotom rynkowym dostęp do finansowania za pomocą zarówno długu, jak i kapitału własnego. Zwiększyły elastyczność kształtowania ich struktury kapitału m.in. przez zastosowanie swapów długu na kapitał własny. Umożliwiły dywersyfikację źródeł finansowania, w czym niezwykle pomocna była sekurytyzacja. Dzięki nim nastąpił instytucjonalny rozwój rynków finansowych. A mianowicie pojawiły się nowe instytucje specjalizujące się w transakcjach z użyciem instrumentów pochodnych, jak np. fundusze hedgingowe i spółki specjalnego przeznaczenia, a tradycyjne: fundusze inwestycyjne, emerytalne i ubezpieczeniowe znacznie zwiększyły za-

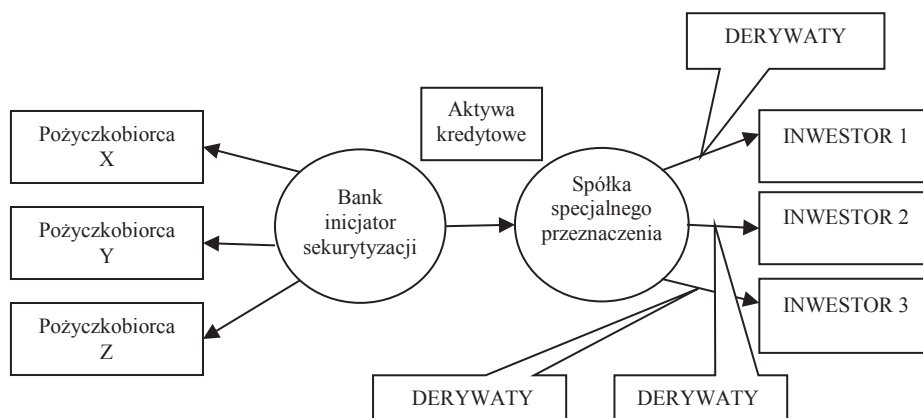
kres swojej działalności finansowej. Przez strategie arbitrażowe i wpływ na ceny aktywów, kursy walutowe i stopy procentowe sprzyjają one większej przejrzystości na rynkach i ułatwiają prognozowanie zmian. Podstawowa funkcja derywatów to ochrona przed ryzykiem cenowym, kursowym, stóp procentowych i kredytowym, co znakomicie ułatwia podmiotom wejście na rynki zagraniczne i działalność finansową w skali globalnej. Dzięki temu wyniki podmiotów rynkowych są bardziej przewidywalne, a określony ich poziom założony w budżetach zabezpieczony. Podmioty wykazujące mniejszą skłonność do ryzyka mogą za ich pomocą (sekurytyzacja) przenieść go na wykazujących większy apetyt na niego. Derywaty pozwalają obejść regulacje podatkowe, a także inne restrykcyjne dla podmiotów rynkowych regulacje rządowe lub ich uniknąć.

Ujemną stroną stosowania derywatów na wielką skalę jest zagrożenie stabilności rynków i systemów finansowych w skali krajowej i globalnej [Epstein (ed.) 2005, s. 155 i n.]. Przepływające przez nie kapitały mają w poważnym stopniu charakter spekulacyjny, co oznacza oderwanie się transakcji finansowych od realnej gospodarki. Stosowane są instrumenty finansowe oparte na efekcie dźwigni finansowej, co oznacza, że względnie niewielki rzeczywisty kapitał jest podstawą zawierania transakcji o wartości nominalnej wielokrotnie od niego wyższej. Ryzyko takich transakcji jest bardzo wysokie i w praktyce są z nimi związane często ogromne straty lub bankructwa biorących w nich udział podmiotów. Nieunormowane zasady ich wyceny i księgowania powodują zawyżanie ich rzeczywistej wartości przez banki i inne instytucje finansowe, co prowadzi do powstania skumulowanej „bańki spekulacyjnej” w gospodarce, której pęknięcie oznacza kryzys finansowy. Narasta bowiem dysproporcja pomiędzy wartością księgową aktywów tych instytucji a rzeczywistą ich wartością. W sytuacji konieczności zwiększonej wypłaty środków, np. na skutek zaniepokojenia inwestorów, może się okazać, że ich nie posiadają i jeśli nie otrzymają pomocy ze strony państwa, to muszą ogłosić bankructwo. Niekontrolowane ogromne przepływy kapitału stwarzają niebezpieczeństwo chaotycznego rozwoju kursów wymiany i znacznego zwiększenia ryzyka transakcji zarówno finansowych, jak i towarowych.

Wysoki stopień skomplikowania niektórych derywatów oraz pojawienie się wielu warstw pośredników przy transakcjach sekurytyzacyjnych powodują, że rynki finansowe przestają być transparentne. Możliwości racjonalnego wyboru derywatów właściwych dla skutecznego zabezpieczenia się przed ryzykiem zostały ograniczone. Wszystko to dało podstawy do przyjęcia poglądu, że stanowią one jedną z głównych przyczyn okresowych załamań na rynkach finansowych i wybuchu kryzysów nie tylko o zasięgu lokalnym czy regionalnym, ale i globalnym ze względu na łatwość ich transmisji. Słynny inwestor giełdowy Warren Buffet określił je jako „finansową bombę masowej zagłady” [<http://independenthraver.pl>]. W szczególności jest im przypisywane spowodowanie wybuchu globalnego kryzysu finansowego w latach 2008-2009. W rzeczywistości jednak kryzys spowodowały błędy w polityce gospodarczej Stanów Zjednoczonych, brak właściwych regulacji finansowych

i nadzoru nad działalnością instytucji finansowych, które w pogoni za zyskiem w sposób nieodpowiedzialny i bardzo ryzykowny prowadziły politykę kredytową. Następnie zaś, przez sekurytyzację kredytów i specjalne ich ubezpieczenia w formie transakcji swapowych, przerzuciły ryzyko na nabywców emitowanych na ich podstawie derywatów [Sánchez 2010, s. 28]. Nabywcami były fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe, emerytalne, banki inwestycyjne i fundusze hedgingowe oraz inni instytucjonalni uczestnicy rynków finansowych na całym świecie.

Mechanizm sekurytyzacji przedstawiono na rys. 3.



Rys. 3. Mechanizm sekurytyzacji

Źródło: opracowanie własne.

Można wyróżnić następujące etapy procesu sekurytyzacji:

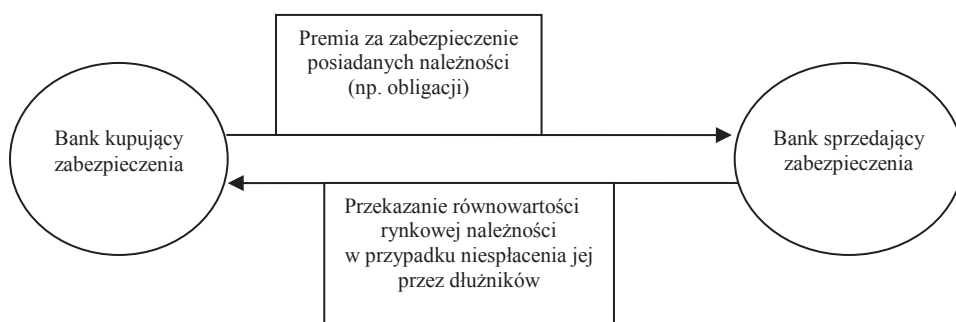
- wyodrębnienie puli aktywów z bilansu banku,
- ubezpieczenie jej przez bank,
- odpłatne przekazanie wyodrębnionych aktywów spółce specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle*, SPV),
- emisja przez SPV opartych na nich papierów wartościowych, czyli derywatów, i ich sprzedaż w USA i za granicą,
- gromadzenie oprocentowania i rat kredytowych przez bank inicjatora sekurytyzacji i po potrąceniu opłaty za obsługę przekazanie ich SPV,
- przekazanie nabywcom derywatów ustalonego stałego lub zmiennego oprocentowania i wykup derywatów w terminie ich zapadalności.

Podstawowe rodzaje derywatów emitowanych przez SPV to:

- *asset backed securities* (ABS), czyli oparte o różne należności kredytowe, np. kredyty inwestycyjne, kredyty studenckie, pożyczki samochodowe, obciążenia kart kredytowych,
- *mortgage backed securities* (MBS), czyli związane z kredytami hipotecznymi,

- *collateralised debt obligations* (CDO), tj. zabezpieczone obligacjami,
- *asset backed commercial papers* (ABCP), których instrumentem bazowym były krótkoterminowe papiery wartościowe.

Natomiast kredytowe transakcje swapowe, na podstawie których emitowane były instrumenty pochodne, czyli *credit default swaps* (CDS), polegają na kupnie przez bank zabezpieczenia posiadanych aktywów kredytowych od innej instytucji finansowej w zamian za zapłatę premii. W przypadku gdy kredyty nie zostały spłacone, sprzedający ubezpieczenie musiał przekazać ich równowartość posiadaczowi CDS (rys. 4).



Rys. 4. Mechanizm *credit default swaps*

Źródło: opracowanie własne.

Największe znaczenie miały kredyty hipoteczne udzielane na zakup domów. Ponieważ udzielane były w znacznej mierze osobom o złej sytuacji materialnej, to w sytuacji pogorszenia się warunków rynkowych (wzrost stóp procentowych) nie były spłacane i w konsekwencji cały skomplikowany system uległ załamaniu, a wiele instytucji finansowych na całym świecie zbankrutowało, w tym jeden z największych banków, tj. Lehman Brothers. Kryzys ogarnął także inne sektory finansów, przeniósł się do sfery realnej i do historii przeszedł jako globalny kryzys finansowy. Było to największe załamanie finansów światowych od wielkiego kryzysu lat 1929-1932.

5. Zakończenie

Trwająca od początku lat 90. ekspansja innowacyjnych instrumentów na rynku międzynarodowym, przerywana tylko globalnym kryzysem finansowym, jest ściśle związana z procesami globalizacji finansowej. Stanowią one jeden z najważniejszych stymulujących ją czynników, a jednocześnie, na zasadzie sprzężenia zwrotnego, są warunkowane jej rozwojem.

Zatem czynniki, które wpłynęły na dynamikę finansowej globalizacji, jednocześnie zdecydowały o ich niezwykle intensywnym jakościowym i ilościowym wzroście. Ocena innowacyjnych instrumentów finansowych, a ściśle rzecz biorąc ich zastosowania, pokazuje, że niewątpliwie mają one charakter ambiwalentny. Ich pozytywna strona to przede wszystkim stworzenie możliwości znacznie lepszego niż w przeszłości zabezpieczenia przed ryzykiem cenowym, kursowym i stóp procentowych. Dzięki temu podmioty finansowe i inne rynkowe mogły znacznie rozszerzyć rozmiary transakcji, zdywersyfikować je m.in. z perspektywy towarzyszącego im ryzyka. Mogły również to ryzyko przerzucać na innych, o większym na nie apetycie. Należy zaznaczyć jednak, że niektóre ich zastosowania mogą być różnie oceniane w zależności od celu, jakiemu służą. Na przykład ich użycie do uniknięcia opodatkowania lub innych restrykcyjnych regulacji będzie pozytywnie oceniane przez korporacje transnarodowe, a negatywnie jako efekt makroekonomiczny dla finansów danego kraju.

Jednakże zastosowanie na wielką skalę coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych (strukturyzowanych, syntetycznych) przy ich wieloszczeblowości powoduje, że rynki finansowe stają się coraz mniej transparentne. Ryzyko wyboru nieadekwatnych do danego rodzaju transakcji derywatów staje się coraz większe. Ponadto „chciwość bankierów”, czyli presja osiągnięcia zysków za wszelką cenę, powoduje ryzykowne ich stosowanie. Jeśli do tego dodać brak odpowiednich regulacji prawnych, monitorowania i kontroli działalności wielkich korporacji finansowych, to otrzymuje się efekt „tykającej bomby zegarowej”, która z ogromną mocą wybuchła w postaci globalnego kryzysu finansowego, a także wcześniejszych załamań i turbulencji na rynkach *emerging markets*. Generalnie jednak należy przyjąć, że pozytywne efekty ekspansji derywatów przeważają zdecydowanie nad negatywnymi. Bez nich nie byłaby możliwa finansowa globalizacja lub byłaby ona znacznie uboższa. A zatem jej wpływ na sferę realną gospodarki światowej i dobrobyt poszczególnych krajów byłby znacznie mniejszy. Oczywiście korzyści z niej nie rozkładają się równomiernie. Największe osiągają kraje, które w największym stopniu są zglobalizowane finansowo.

Literatura

- Błach J., 2011, *Innowacje finansowe i ich znaczenie we współczesnym systemie finansowym – identyfikacja i systematyzacja problemu*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse”, vol. 7, nr 3.
- Dincer H., Hacıoglu Ü. (eds.), 2014, *Globalization of Financial Institutions*, Springer, Heidelberg.
- Epstein G.A. (ed.), 2005, *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton MA.
- Globalisierung der Weltwirtschaft. Schlussbericht der Enquete-Kommission*, 2002, Deutscher Bundestag (Hrsg) Leshe+Budrich, Opladen.
- <http://independenttrader.pl/derywaty-finansowa-bomba-masowej-zaglady.html> (dostęp: 1.12.2015).
- Miciuła J., 2015, *Innowacje na rynku walutowym*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Prace Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 75, Szczecin.
- Palley T.I., 2008, *Financialization: What it is, and why it matters*, Working Papers, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, nr 4.
- Sánchez M., 2010, *Financial innovation and the global crisis*, International Journal of Business and Management, November vol. 5, no. 11.