

JACEK DUBISZ
Poznań

GLOBALIZACJA A NIESTABILNOŚĆ WSPÓŁCZESNYCH RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

W latach 90. wyraźnie wzrosła niestabilność światowych rynków finansowych, co objawiło się wieloma kryzysami finansowymi o charakterze lokalnym (krajowym), a w niektórych przypadkach o charakterze regionalnym. Wydarzenia w Korei, Brazylii, Meksyku, na Filipinach, w części również w Czechach i Argentynie dowodzą, jak zmieniła się konfiguracja rynków finansowych, jaka jest rola i znaczenie „rynków wschodzących”, jak daleko posunięta jest integracja rynków walutowych¹. Ciekawym zagadnieniem, łączącym się z kryzysami walutowymi, jest rola rynków kapitałowych i giełd papierów wartościowych jako formy obrotu o cechach „ryнку doskonałego”. Zgodnie z paradygmatem neoklasycznej teorii cykli zrównoważonych atrybutem tego rynku jest samooczyszczający się mechanizm dostosowawczy przy silnym założeniu wyizolowanego, zamkniętego układu popytowo-podażowego. Procesy globalizacji i charakter rynków kapitałowych lat 90. wymagają rezygnacji z tych założeń i poszukiwania innych przyczyn niestabilności systemów finansowych, aniżeli te, które implikują neoklasyczne teorie, a których nie można interpretować jako „szumy” lub zmienne losowe, zakłócające automatyzm procesów wzrostotwórczych.

Celem niniejszego opracowania jest poszukiwanie przyczyn kryzysów finansowych lat 90. Upatruję je w nakładaniu się procesów globalizacji przepływów strumieni finansowych z wewnętrznymi mechanizmami niestabilności rynków kapitałowych. Suma tych dwóch zjawisk powoduje, że:

- 1) światowy system finansowy jest stabilny, mimo wewnętrznych przesłanek niestabilności – obserwowane w latach 90. kryzysy mają charakter lokalny,
- 2) rynki „wschodzące” są najbardziej niestabilnym elementem systemu, ponieważ pełnią w nim rolę stabilizatora.

¹ Interesującą analizę przyczyn i mechanizmów kryzysów walutowych w latach 90. przedstawił W. Małeckie, *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, „Gospodarka Narodowa” nr 4/2000, s. 1-17.

W tradycyjnym ujęciu na sferę finansową gospodarki narodowej składały się wyodrębnione rynki: pieniężny i kapitałowy². Funkcje, instrumenty oraz czas ich realizacji były kryterium wyodrębnienia tych rynków³. W ciągu ostatnich dwudziestu lat wzrosło znaczenie giełd kapitałowych (w ramach *OECD* obroty na giełdach wzrosły przeszło piętnastokrotnie), na których zaczęły dominować instrumenty pochodne (wzrost przeszło dwudziestokrotny)⁴. Zacierają się również różnice w instrumentarium rynku pieniężnego i kapitałowego. Zmieniła się również konfiguracja światowego systemu finansowego, strumienie finansowe uległy umiędzynarodowieniu i zmienił się ich kierunek transferu. Ponadto pojawiła się kwestia krajów „wschodzących” (*emerging market*), tj. tych, które dokonały otwarcia na wymianę międzynarodową, a borykają się z problemami walutowymi, wysokim bezrobociem, inflacją, niską stopą oszczędności, brakiem kapitałów itp.⁵

1. GLOBALIZACJA RYNKÓW FINANSOWYCH

Terminem „globalizacja” określa się proces, dokonujący się w sferze gospodarczej, społecznej i politycznej, który ma co najmniej trzy znaczenia:

- odnosi się do zjawiska umiędzynarodowienia stosunków społecznych,
- oznacza nową fazę modernizacji i rozwoju gospodarki rynkowej z uwielokrotnieniem stosunków międzynarodowych,
- określa nowe tendencje w rozwoju kultury, zmian świadomościowych i mentalności społecznej.

A. Giddens zdefiniował „globalizację” jako zagęszczenie związków w skali światowej, przez co dochodzi do oddziaływania na siebie wydarzeń o znaczeniu lokalnym i powszechnym⁶. Światowe kontakty indywidualne, społeczne czy symboliczne stały się możliwe przede wszystkim dzięki mediom elektronicznym. Ta komunikacja odbywa się za pośrednictwem języków naturalnych lub specjalnych

² W. Milo rozróżnia pojęcie systemu i sektora finansowego, i definiuje ten pierwszy w aspekcie podmiotowym: „Przez system finansowy będziemy rozumieć układ złożony z trzech podukładów: podsystemu podmiotów systemu finansowego, nie będących podmiotami rynku finansowego, podsystemu organizacji i instytucji systemu finansowego oraz podsystemu rynków finansowych”. *Por. Finansowe rynki kapitałowe*, W. Milo (red.), Warszawa 2000, s. 10.

³ Kryterium rozróżnienia instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego jest czas trwania inwestycji lub realizacji zobowiązań z przynależnych danemu instrumentowi praw. Najczęściej akceptowaną granicą jest jeden rok (por. K. Nowak, *Polski rynek kapitałowy*, Poznań 1998, s. 12). Granica ta jest w dużym stopniu umowna i nieadekwatna, bowiem części „typowych” instrumentów kapitałowych, np. prawa pochodne, mają wyłącznie krótkoterminowy charakter, np. obrót opcjami o terminie zapadalności 3, 6, 9 miesięcy.

⁴ Dane za „Financial Times” (FT Business) nr 2/2000, s. 61-62.

⁵ W. Małecki, *Ryzyko...*, s. 6.

⁶ Szerzej w: <http://republika/budgie2/~glob.htm>.

kodów, takich jak pieniądź. Wymaga ona rozwoju świadomości jej uczestników oraz rozgałęzienia, poszerzenia zasięgu i powiązania systemów, sieci i organizacji.

W sferze gospodarczej globalizacja to zacieśnianie się powiązań międzynarodowych, tworzenie innego wymiaru rynku o charakterze ponadnarodowym, o niczym nie skrzepowanych przepływach strumieni finansowych. Jest to nie tylko kwestia skali, ale i całkowicie nowa jakość. Sfera finansowa najszybciej i najlepiej obrazuje zmiany, które dokonały się w ostatnich 20 latach. To przepływy strumieni finansowych stały się wyznacznikiem tych procesów. Sprzyja globalizacji rewolucja technologiczna lat 80. i 90., w jej wyniku stale pomniejsza się przestrzeń geograficzna i czasowa, skraca dystans, relatywizuje się pojęcie transferu pieniądza⁷. Nowoczesne środki rozpoznania, komunikowania, przenoszenia – „projekcji siły” – eliminują większość barier w przepływie wszelkich aktywów finansowych w ramach światowego systemu finansowego. Podstawowe cechy procesu globalizacji w tym systemie to:

- mobilność strumieni finansowych w sensie geograficznym, podmiotowym, czasowym itp.,
- zacieranie się różnic między strumieniami pieniężnymi i kapitałowymi⁸,
- utrata narodowego charakteru strumieni finansowych,
- możliwość bezpośredniej transformacji strumieni pieniężnych w kapitałowe,
- brak rozróżnienia instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego,
- zwiększenie płynności instrumentów finansowych jako konsekwencja „wymiaru” globalnego rynku,
- pojawienie się nowych instrumentów finansowych, np. Globalnych Kwitów Depozytowych, opcji na akcje spółek notowanych na innych rynkach narodowych, europejskie jednostki uczestnictwa (*ETF*), euroobligacje itd.,
- zacieranie się różnic między segmentami rynku kapitałowego⁹.

Współczesny rynek kapitałowy stracił już dawno charakter narodowy, procesy globalizacji postępują na nim szybciej niż w innych sferach gospodarczych. Przepływy siły roboczej, towarów i usług natrafiają na silne bariery instytucjonalne i formalne i są obszarem silnego oddziaływania narodowej polityki gospodarczej. Globalizacja rynków finansowych (kapitałowych, pieniężnych itd.) rozumiana jest jako tworzenie ponadnarodowego systemu przepływu strumieni finansowych. W. Tarczyński i M. Zwolankowski piszą: „Postępujący proces globalizacji współczesnych rynków finansowych sprawia, że zaczynają one funkcjonować niemal jak jedna całość. Rynki kapitałowe i rynki walutowe stają się najbardziej otwartymi

⁷ Przesłanie dowolnej kwoty pieniędzy do dowolnego miejsca na świecie jest obecnie praktycznie operacją bezzczasową i obciążoną znikomymi kosztami; kosztami nieistotnymi w rachunku ekonomicznym.

⁸ Podział na instrumenty pieniężne – krótkookresowe i kapitałowe – długookresowe jest już anachronizmem.

⁹ *ADR* lub *GDR* jako substytuty papierów udziałowych; opcje lub kontrakty terminowe jako zamiennik instrumentów rynku pieniężnego itd.

systemami dzisiejszej światowej gospodarki”¹⁰. Procesowi temu towarzyszy liberalizacja i standaryzacja przepływu strumieni finansowych. W pierwszym przypadku korzyści są bezdyskusyjne – zwiększenie efektywności, szybkości obrotu, dostępność i konkurencyjność warunków pozyskania lub alokacji kapitałów itd. W drugim przypadku – standaryzacji instrumentów finansowych – wprowadzenie ujednoczonych norm emisji i dopuszczenie do publicznego obrotu i transferu instrumentów pomiędzy giełdami kapitałowymi sprzyja „przejrzystości” rynku i daje większe możliwości wykorzystywania arbitrażu międzygiełdowego i realizacji międzyrynkowych strategii inwestycyjnych.

Celem ostatecznym globalizacji jest powstanie tego, co często nazywa się „wioską globalną” o spójnych celach gospodarczych i jednorodnych narzędziach ich realizacji.

2. SEGMENTACJA ŚWIATOWEGO SYSTEMU FINANSOWEGO

Współczesny światowy system finansowy nie jest jednością, składa się z antagonistycznych krajowych subsystemów, realizujących własną politykę i kierujących się partykularnymi interesami. Można założyć, że na światowy system składają się trzy subsystemy finansowe, tzw. okręgi: centralny, wschodzący i zewnętrzny¹¹.

Na pierwszy, tzw. *Heartland* (subsystem „c”), składają się kraje najwyżej rozwinięte, o wykształconych w pełni zasadach i metodach obrotu finansowego, i realizujące cel nadrzędny, polegający na stabilizacji wzrostu gospodarczego całego subsystemu. Można przyjąć, że jest to większość krajów *OECD*¹². Stabilizacja systemu umożliwi realizację dwóch kolejnych celów strategicznych, tj. zrównoważony wzrost gospodarczy, przy dwóch warunkach ograniczających: niskie bezrobocie i niska inflacja. Subsystem ten dysponuje środkami i narzędziami wywierania presji polityczno-gospodarczej na pozostałe składowe systemu, dysponuje również techniką i technologią (inżynieria finansowa), które pozwalają na dowolne kształtowanie strumieni finansowych. Umożliwia to zarówno wewnętrzną akumulację wolnego kapitału, jak i jego „eksport” poza subsystem. Presja na „eksport” kapitału ma charakter systemowy – permanentna nadwyżka, jak i okresowy – wynikający z wahań cyklicznych na giełdach kapitałowych.

¹⁰ W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria finansowa*, Warszawa 1999, s. 11. Przesłanki (czynniki) globalizacji to: rynek, koszty, rządy i konkurencja. Por. także: G. S. Yip, *Strategia globalna*, 1996, s. 31-33.

¹¹ Podział światowego systemu rynków kapitałowych na okręgi wprowadził N. Spykman. Szerzej w: *BIS-IMF-OECD Bank Statistics*, <http://bis.org/press/~p000528>; R. Kuźniar, *Globalizacja, geopolityka i polityka zagraniczna*, [http://msz.gov/~\(kuzniar.html](http://msz.gov/~(kuzniar.html).

¹² Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (1960) zrzeszała w 2000 r. 30 krajów.

Dla inwestorów z krajów subsystemu „c” motywem poszukiwania intratnych obszarów „ujścia” wolnych kapitałów jest poszukiwanie wyższej rentowności od rentowności granicznej – minimalnej, wyznaczonej na poziomie rentowności inwestycji pozbawionych ryzyka. Parametrem nie decyzyjnym, warunkiem ograniczającym, jest wzrost ryzyka, wynikający z nieznanomości rynków zewnętrznych. Do oceny ewentualnych inwestycji zagranicznych posłużyć się można następującym wzorem¹³:

$$\frac{R_N - R_F}{\sigma_N} > \frac{R_W - R_F}{\sigma_W} P_{N,W}$$

gdzie:

- R_N – oczekiwana stopa zwrotu z zagranicznych papierów wartościowych,
- R_F – wolna od ryzyka stopa procentowa,
- R_W – oczekiwana stopa zwrotu z krajowych papierów wartościowych,
- σ_N – odchylenie standardowe stopy zwrotu z zagranicznych papierów wartościowych,
- σ_W – odchylenie standardowe stopy zwrotu z krajowych papierów wartościowych,
- $P_{N,W}$ – współczynnik korelacji między stopą zwrotu papierów krajowych i zagranicznych.

Drugi podsystem to tzw. *Rimland* (subsystemie „w”), pas krajów oddzielający kraje najwyżej rozwinięte i kraje, które – w dużym stopniu – pozostają poza systemem przepływu strumieni finansowych. *Rimland* nie kreuje strumieni finansowych, ale jest obiektem największego ich transferu¹⁴. Są to przede wszystkim kraje Azji Południowo-Wschodniej, Ameryki Łacińskiej i postsocjalistyczne. Najważniejsze cechy tych krajów to¹⁵:

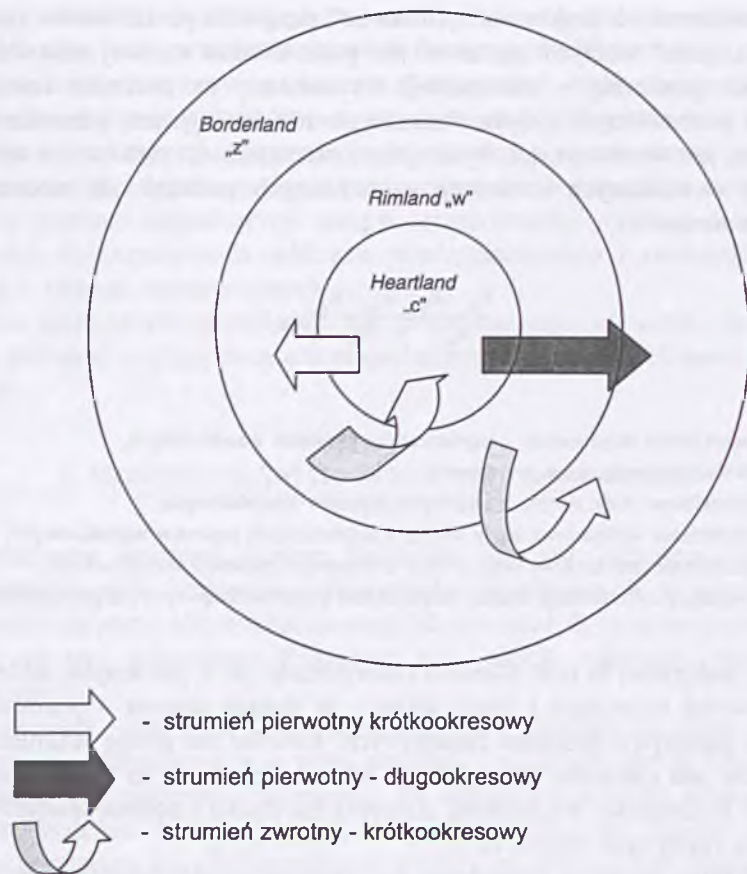
- radykalne otwarcie gospodarek na wymianę międzynarodową, w tym kapitałową,
- zastosowanie różnych odmian stałego kursu walutowego, co uzasadnione było wysoką stopą inflacji,
- wykazywanie istotnych słabości strukturalno-instytucjonalnych; np. nie nastąpiła właściwa restrukturyzacja gospodarki na szczeblu makroekonomicznym, nieefektywny system bankowy, niska stopa oszczędności i duży nacisk popytowy na kapitał zagraniczny itp.

W krajach tych, zwłaszcza realizujących zmiany systemowo-polityczne, stworzono dogodne warunki do bezpośrednich inwestycji i inwestycji portfelowych. Dodatkowo efekt „ssania” wzmacniają: brak rodzimego kapitału, wysokie stopy

¹³ E. J. Elton, M. J. Gruber, *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, Warszawa 1998, s. 329.

¹⁴ Szerzej w: E. Caves, J. A. Frankel, W. W. Jones, *Handel i finanse międzynarodowe*, Warszawa 1998, s. 575 i nast.

¹⁵ W. Małecki, *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, „Gospodarka Narodowa” nr 4/2000, s. 5-6.



Rys. 1. Schemat przepływu strumieni finansowych

Źródło: Opracowanie własne

procentowe i ulgi podatkowe. Obiektem zainteresowania dla inwestorów z centralnego kręgu były wyłącznie te kraje, które dążąc do integracji otwierały się radykalnie na wymianę międzynarodową i zapewniały przewidywalność zachodzących zmian społeczno-gospodarczych. Płynki rynek kapitałowy był zachętą do dużych inwestycji kapitałowych przy oczekiwanej stopie zysku wyższej, aniżeli oprocentowanie lokat średnioterminowych w krajach Heartlandu. Wysokie oprocentowanie lokat, będące pochodną urzędowych stóp procentowych, dawało dodatkową premię za zwiększone ryzyko i zwiększało dopływ kapitału.

Mała elastyczność popytu na kapitał w krajach „wschodzących” oraz brak alternatywnych źródeł pozyskania prorozwojowych kapitałów pozwalały na stosowanie następującego rachunku – układu proporcji:

$$R_c < R_w < R_z$$

$$S_c < S_w < S_z$$

gdzie:

R – stopa zwrotu z inwestycji kapitałowych w poszczególnych subsystemach,

S – stopa ryzyka z inwestycji kapitałowych w poszczególnych subsystemach,

c, w, z – wyznaczniki subsystemów.

Transfer strumieni finansowych z subsystemu „c” do subsystemu „w” następuje jeżeli zachowana jest następująca zależność:

$$[(R_c - R_w) / R_w] / [(S_c - S_w) / S_w] > [(R_c - R_z) / (S_c - S_z) / S_z]$$

Powyższa relacja ma sens, jeżeli rozkład stóp zwrotu ma charakter logarytmiczno-normalny. W przeciwnym przypadku, asymetryczności stóp zwrotu i stóp ryzyka, decyzje określają czynniki subiektywne, np. prognozy, skłonność decydenta do ryzyka itp.

Jeżeli $S_w > S_z$ to strumień kapitału generowany w krajach „c” poszukuje „wtórnej” alokacji bądź w krajach o wyższej stopie zwrotu bądź powraca do krajów o niższym ryzyku. Warunkiem *sine qua non* takiego „zwrotnego” transferu jest utrzymanie względnie dużej płynności aktywów zainwestowanych w krajach „w”. W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę na skutki „ssania” kapitałowego krajów „wschodzących” w warunkach głębokiego deficytu płatniczego, braku rezerw walutowych i napływu kapitału zagranicznego, które tworzą sprzyjające warunki kryzysu¹⁶.

Presja przyciągania kapitału „za wszelką cenę” powoduje napływ głównie krótkookresowego kapitału o wybitnie spekulacyjnym charakterze, który dąży do utrzymania pełnej płynności i zachowania marginesu bezpieczeństwa, umożliwiającego szybkie wycofanie się z rynku. Warunek pełnej płynności aktywów spełniają inwestycje realizowane w papiery dopuszczone do publicznego obrotu, zwłaszcza notowane na giełdach kapitałowych. Giełdy krajów „wschodzących” stały się idealnym narzędziem transferu, ma to jednak negatywne skutki dla ich funkcjonowania. Okresowe napływy i „ucieczki” kapitałów z giełdy wywołują endogeniczne wahania kursów, ale całkowicie bez związku z realną zmianą sytuacji na giełdzie lub w gospodarce. Kursy ukształtowane pod wpływem tych fluktuacji nie są obiektywnym miernikiem wartości spółek giełdowych i są wadliwym

¹⁶ W. Małecki pisze: „Nie oznacza to jednak bynajmniej, iż do kryzysów dochodziło natychmiast. Na ogół detonatorami kryzysów walutowych okazywały się dopiero pewne dodatkowe czynniki wewnętrzne lub zewnętrzne”. W. Małecki, *Ryzyko...*, s. 8. Na marginesie tej konkluzji należy zaznaczyć, że w przypadku niektórych krajów instytucjonalnie lub administracyjnie ograniczono angażowanie kapitałów zagranicznych (długookresowych) w tzw. sektory strategiczne, tj. w bankowość, ubezpieczenia, telekomunikację.

parametrem rachunku ekonomicznego opartego na wycenie papierów wartościowych.

W konsekwencji rynki krajów „wschodzących” stają się stabilizatorem dla rynków krajów „c”. Im większe otwarcie gospodarki na współpracę międzynarodową, tym większa podatność tych krajów na indukowane wahania na rynkach finansowych. Giełda kapitałowa, a szerzej zinstytucjonalizowany rynek kapitałowy, staje się istotnym mechanizmem transferu wszelkich impulsów koniunkturalnych. Potwierdzają powyższą hipotezę przykłady wrażliwości polskiej giełdy na impulsy bardzo „dalekie” od jakichkolwiek związków z polską gospodarką¹⁷.

Trzeci subsystem, tzw. otoczenie zewnętrzne – *Borderland* (subsystem „z”), obejmuje kraje o permanentnym niedostatku kapitału, ale jednocześnie o niewielkich możliwościach absorpcji dużych kapitałów. Dodatkowe cechy tych krajów to małe znaczenie giełd kapitałowych, niewielka kapitalizacja spółek, nie tylko giełdowych, oraz niedorozwój infrastruktury finansowej (ograniczone instrumentarium i mała ich płynność). Motywem inwestycji jest bez wątpienia wysoka stopa zwrotu, okupiona zwiększonym ryzykiem jednostkowym, odnoszącym się do pojedynczej inwestycji. Powyższe cechy skłaniają potencjalnych inwestorów z krajów „c” do inwestowania tylko „nadwyżek” kapitałowych, tj. zrealizowanych zysków z wcześniejszych inwestycji lub kapitałów długookresowych wycofanych z innych rynków itp. Skutkiem takiego podejścia jest długookresowy charakter strumieni finansowych lokowanych w krajach subsystemu „c”. Ich wycofywanie ma miejsce tylko w przypadku drastycznego wzrostu ryzyka, które w tych krajach jest już stosunkowo wysokie. Takie ekstremalne przypadki w latach 90. zdarzały się sporadycznie, np. Katar w 1993 r., Boliwia w 1995 r. Ucieczka kapitałów nie była ani gwałtowna, ani nie zakłóciła w istotny sposób funkcjonowania tamtejszych gospodarek. Po części jest to zasługą międzynarodowych instytucji finansowych, po części wynika z „zaprogramowanej” strategii „eksportu” kapitałów przez kraje subsystemu „c”. Można postawić hipotezę, że kraje *Borderlandu* są najbardziej stabilnym elementem światowego systemu finansowego.

3. WEWNĘTRZNA NIESTABILNOŚĆ RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Wahania kursów giełdowych są cechą systemową zinstytucjonalizowanego rynku kapitałowego. Zgodnie z neoklasycznymi koncepcjami sformułowanymi w latach 50. rynek kapitałowy jako wydzielony, ale współzależny element sfery finansowej gospodarki rynkowej pozostaje w stanie równowagi popytowo-podażowej tak długo, jak spełnione są bardzo silne założenia walrasowskiego modelu

¹⁷ Załamanie się reala brazylijskiego spowodowało 15% spadek indeksu WIG na przestrzeni 5 sesji w połowie stycznia 1999 r. (z 14 709,7 pkt. do 12 591,1). Szerzej w: J. Dubisz, *Brazylijska samba na giełdzie*, „Merkuriusz Leszczyński” nr 2/1999, s. 8. Jeszcze ciekawszy jest *casus*: Monika Lewiński i wahania kursów na GPW w zależności od doniesień prasowych na temat prezydenta USA.

rynku. Rynku, na którym automatyzm zmian parametrycznych, tj. liniowych i bez opóźnień, prowadzi do samoczynnego dostosowywania się czynników produkcji. Czynniki te, w tym kapitał, są w pełni dostępne w każdym czasie, są substytucyjne, a koszt krańcowy ich zaangażowania jest względnie stały. Dodatkowym, nierealistycznym współcześnie założeniem jest traktowanie pieniądza jako zamiennika dóbr, a kapitału jako szczególnej postaci czynnika produkcji. Zgodnie z teorią równowagi L. Walrasa czynniki produkcji są w pełni wykorzystane, czemu sprzyja „doskonała” elastyczność popytu i podaży¹⁸. Tradycyjne podejście najlepiej obrazuje model R. M. Solowa, w którym produktywność jest funkcją nakładów ekstenzywnych czynników produkcji, przy krańcowej kapitałochłonności określonej postępowaniem technicznym¹⁹. Podobne podejście do równowagi rynkowej, traktowanej wyłącznie w sferze realnej, ale z uwzględnieniem czasu jako parametru w modelu dynamicznej równowagi, reprezentuje J. Tobin²⁰. Pod adresem tych modeli wysunąć można co najmniej dwa zarzuty. Pierwszy dotyczy instrumentalnego podejścia do pieniądza, drugi dotyczy traktowania wahań koniunkturalnych jako indukowanych zmiennymi egzogenicznymi, np. postęp techniczny, czynnik polityczny. O ile pierwszy zarzut może być dyskusyjny, a jego istotę wiązać z przyjętymi założeniami, to brak mechanizmów autonomicznej niestabilności systemu neguje cykliczność makroekonomiczną. Rozwiązaniem powyższego dylematu są koncepcje zrównoważonych cykli koniunkturalnych, bazujących w dużym stopniu na teorii R. E. Lucasa²¹. Eliminacja części „silnych” założeń neoklasycznej teorii zrównoważonych rynków prowadzi do hipotezy rynków efektywnych E. F. Fama, a w dalszej konsekwencji do twierdzenia o stopniowości tejże efektywności (mocna, średnia i słaba)²².

Na bazie neoklasycznego paradygmatu równowagi rynkowej i elastycznych cen współczesna teoria zrównoważonych cykli sformułowana w latach 60. zakłada między innymi:

- zamknięty układ pozostający w permanentnej równowadze, natomiast wahania koniunkturalne są indukowane przełamaniem barier w krańcowym koszcie kapitału,
- pełną płynność instrumentów rynku finansowego i substytucyjność pieniądza i dóbr materialnych,
- ograniczoność czynników produkcji, w tym kapitału,

¹⁸ L. Walras, *Elements of Pure Economics or the Theory of Social Wealth*, London 1954.

¹⁹ R. M. Solow, *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, w: J. E. Stiglitz, H. Uzawa (eds.), *Readings in the Modern Theory of Economic Growth*, Cambridge, 1969, s. 58-87.

²⁰ J. Tobin, *A Dynamic Aggregative Model*, w: J. E. Stiglitz, H. Uzawa (eds.), *Readings...*, s. 45-57.

²¹ R. E. Lucas, *An Equilibrium Model of Business Cycle*, w: *Studies in Business Cycle, Theory*. Oxford 1981, s. 179-214.

²² E. F. Fama, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” nr 2/1970, s. 387 i nast. oraz E. F. Fama, *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge 1964.

– izolację poszczególnych rynków, sektorów gospodarki narodowej (hipoteza wyspy E. S. Phelps).

Mechanizm wahań koniunkturalnych na wyizolowanych rynkach przedstawić można następująco: „Ogólny wzrost popytu, uruchomiony np. wskutek nieoczekiwanego wzrostu ilości pieniądza w obiegu, prowadzi do wzrostu popytu na wyróżnionych rynkach. Działające na nich podmioty gospodarcze nie są jednakże w stanie ocenić, czy jest to jedynie zjawisko występujące na ich „wyspie”, czy też jest to zjawisko mające charakter ogólny”²³. Warto zauważyć, że niektóre „silne” założenia neoklasycznej teorii zrównoważonych cykli są współcześnie całkowicie nierealistyczne, np.:

– elastyczność cen, która powoduje bezzczasowe dostosowanie się zmiennych rynkowych,

– brak poufnych informacji (*inside information*) odnośnie do stanu obecnego rynku i jego zachowania się w przyszłości,

– decyzje są w pełni racjonalne, brak elementu spekulacji, ingerencji państwa, przenoszenia impulsów koniunkturalnych itp.

W najprostszej postaci neoklasyczny model, bez opóźnień i przy pełnej informacji, przedstawić można za pomocą tzw. funkcji produkcji R. E. Lucasa²⁴:

$$Y_{s,t} = a_0 + a_1 K_t + a_2 (p_t - E_{t-1} p_t) + \zeta$$

gdzie:

$Y_{s,t}$ – ogólnogospodarcza podaż dóbr i usług,

K_t – egzogeniczna wielkość nakładu kapitału,

p_t – poziom cen w okresie t ,

$E_{t-1} p_t$ – poziom cen na okres $t-1$. informacja o racjonalnie oczekiwanym poziomie cen w okresie t ,

ζ – zmienna losowa, np. zmiana technologii, struktury preferencji konsumenta itp.,

a_0, a_1, a_2 – parametry modelu.

Przy uwzględnieniu przesunięć czasowych o jeden okres i z niepełną informacją powyższy wzór przybiera następującą postać²⁵:

$$Y_{s,t} = a_0 + a_1 K_t + a_2 (p_t - E_{t-1} p_t) + (\sum_{i=2}^{\infty} a_i Y_{s,t-i}) + \zeta$$

gdzie:

a_i – parametr opóźnienia $2 < i < \infty$,

– pozostałe oznaczenia jak we wzorze poprzednim.

Model zakłada symetryczność rynku i pełną wiarygodność informacji – w przypadku niepełnych informacji, np. nieznanomość polityki fiskalnej państwa przydatna może być koncepcja W. Vickreya i J. A. Mirleesa²⁶.

²³ R. Barczyk, *Główne teorie współczesnych wahań koniunkturalnych*, Poznań 1997, s. 140.

²⁴ Tamże, s. 138.

²⁵ Tamże, s. 145.

²⁶ Por. Z. Madej, *Polski rynek kapitałowy*, Warszawa 1998, s. 239.

Zgodnie z koncepcją zrównoważonych cykli koniunkturalnych przyczyn naruszenia równowagi na rynku i przyczyn indukowanych cykli koniunkturalnych poszukuje się w przesłankach egzogenicznych, leżących poza układem wewnątrznie stabilnym. Na możliwość pieniężnego charakteru endogenicznych przesłanek niestabilności wskazują rozważania M. Friedmana²⁷. Monetarystyczna koncepcja M. Friedmana traktuje pieniądź jako formę kapitału, co poniekąd uzasadnia współczesne tendencje do ujednolicania instrumentarium rynku pieniężnego i kapitałowego.

Przyjmując założenie, że ceny (kursy) są parametrem równowagi rynkowej z ewentualnym przesunięciem czasowym – zjawisko inercji, równoważenie rynku następuje na różnych poziomach cen (kursów giełdowych). Proces autonomicznych ruchów cen, nie związanych ze zmianami popytowo-podażowymi, określić można jako wewnętrzną niestabilność rynku kapitałowego. W latach 90. niestabilność światowych rynków kapitałowych wyraźnie wzrosła, co objawiło się wieloma kryzysami finansowymi, które zakłóciły przebieg „normalnych” cykli giełdowych. Drugim równie ważnym skutkiem jest zwiększenie dynamiki wahań giełdowych. Zjawisko to obserwowane w pierwszej połowie lat 90. uległo nasileniu w drugiej połowie omawianego okresu²⁸. Przyczyn wewnętrznej niestabilności rynków kapitałowych poszukiwać należy w obrębie subsystemu „c”, w przemianach, jakie dokonały się w latach 90., a które sprawiły, że neoklasyczny automatyzm stanów równowagi nie sprawdza się na rynkach kapitałowych, a mimo to światowy system finansowy pozostaje względnie stabilny. Wynika z powyższego, że istnieje swoisty dualizm: stabilność systemu – niestabilność najważniejszego elementu tego systemu²⁹. Hipoteza zerowa zakłada, że niestabilność subsystemu „c” implikowana jest mechanizmami obrotu giełdowego i specyfiką nowoczesnych instrumentów finansowych.

Do najważniejszych czynników wpływających na wzrost niestabilności rynków kapitałowych w latach 90. zaliczyć należy wzrost udziału w obrotach giełdowych instrumentów finansowych o zwiększonym ryzyku. Lata 90. to *boom* instrumentów pochodnych. Ich pojawienie się na giełdzie w Chicago w 1972 r. nie zwiastowało, że w połowie lat 90. wielkość obrotów nimi przekroczy obroty klasycznymi papierami wartościowymi. Instrumenty pochodne, zwane *derywatami*, a w polskiej nomenklaturze „prawami pochodnymi”, charakteryzują się dwoistą naturą³⁰:

²⁷ R. Barczyk, *Główne...*, s. 131 i nast.

²⁸ Zjawisko zwiększenia dynamiki wahań giełdowych interpretować można na gruncie teorii Elliotta jako skutek wydłużenia 5. (ostatniej) fali wzrostowej fazy impulsu. Por. *Global Market Perspective*, Elliott Wave International, Gainesville, July 1999, s. 9-12. O teorii Elliotta szerzej w: A. J. Frost, R. R. Prechter, *Teoria fal Elliotta*, Warszawa 1995; J. Dubisz, *Zastosowanie modelu R. N. Elliotta do analizy wahań giełdowych na niedoskonałym rynku kapitałowym*, Poznań 2000.

²⁹ Znaczenie *Heartlandu* wynika z faktu, iż strumienie finansowe kreowane są wyłącznie przez ten subsystem.

³⁰ Szerzej na temat istoty i zastosowania instrumentów pochodnych w: W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria ...*, s. 55 i nast.; R. A. Jarrow, G. S. Oldfield, *Forward Contracts and Futures Contracts*, „Journal of Financial Economics” nr 1081/1991, s. 12 i nast.; P. Karkowski, *Zanim*

1) są instrumentem o wybitnie spekulacyjnym charakterze. Stopa zysku z dokonanej inwestycji może być wielokrotnie wyższa w relacji do zmiany kursów instrumentów bazowych; wynika to z działania dźwigni finansowej (*leverage*). Potencjalny zysk liczony jest od wartości ekspozycyjnej instrumentu w relacji do wysokości premii bądź depozytu gwarancyjnego z ewentualnym uwzględnieniem kosztów transakcyjnych. Z tego powodu instrumenty te są atrakcyjnym narzędziem spekulacji giełdowej (*trading*), o stosunkowo szerokim obszarze zmienności (np. opcje indeksowe, akcyjne, kursowe, hybrydowe, kontrakty *futures* i *forward*: walutowe, obligacyjne, indeksowe, warranty i inne). Wysokość potencjalnych zysków określona jest funkcją wykładniczą (f) czasu liczonego od momentu nabycia do momentu realizacji (T) i odchylenia standardowego zmiany kursów instrumentu bazowego (σk), pomniejszoną o nakład inwestycyjny wymagany do nabycia instrumentu (N_{i0}), tj.: premia opcyjna, depozyt gwarancyjny – w przypadku rynku pierwotnego lub cena nabycia instrumentu na wtórnym rynku. Wyraża to wzór:

$$s_{in} = f(T, \sigma k) - N_{i0}$$

Wysokość ekspozycji instrumentów pochodnych jest teoretyczną wartością instrumentu bazowego na dzień realizacji instrumentu pochodnego. Potencjalne zyski liczone są od wartości ekspozycyjnej z uwzględnieniem wysokości premii lub depozytu gwarancyjnego³¹. Stopa potencjalnego zysku może być liczona relacją wartości ekspozycyjnej i sumy nakładów transakcyjnych.

2) potencjalne korzyści z inwestycji w instrumenty pochodne okupione są zwiększonym ryzykiem. Inwestor musi dopuszczać sytuację, że niekorzystny rozwój koniunktury (zmiana kursów instrumentu bazowego) spowoduje utratę całego zainwestowanego kapitału w te instrumenty. W niektórych sytuacjach ryzyko inwestowania w instrumenty pochodne ma wymiar zerowej jedynkowy. Wzrost ryzyka inwestycji pogłębia wahania kursów giełdowych, a zważywszy na dodatkową presję wywołaną efektem „demonstracji”, wzmacnia fale nastrojów giełdowych i może być bezpośrednią przyczyną kryzysów na rynkach kapitałowych³².

zagoszczą opcje, „Profesjonalny Inwestor” nr 7/2000, s. 10-14; K. Płaczek, *Spekulacja na warrantach – strategie kombinowane*, „Profesjonalny Inwestor” nr 7/200, s. 46-49.

³¹ W przypadku opcji typu europejskiego do ich wyceny wykorzystać można model dwumianowy lub wzór Blacka-Scholesa. Szerzej o wycenie instrumentów pochodnych i implikacjach inwestycyjnych w: W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria...*, s. 69 i nast.

³² Szerzej o znaczeniu spekulacji instrumentami pochodnymi w: W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Warszawa 1998. Zaznaczyć należy, że instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane do budowy portfeli inwestycyjnych, których celem jest dywersyfikacja ryzyka i do tzw. transakcji zabezpieczających – *hedging*. Umiejętne stosowanie wypracowanych w teorii strategii inwestycyjnych, wykorzystujących instrumenty pochodne, przyczynia się do minimalizacji ryzyka i eliminacji fal „ucieczki” przed pogłębianiem strat z tytułu niekorzystnego rozwoju sytuacji na giełdzie.

Drugą co do znaczenia przesłanką wewnętrznej niestabilności rynków kapitałowych jest rola inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza funduszy powierniczych, inwestycyjnych i *hedgingowych*. Współcześnie największymi inwestorami giełdowymi są fundusze *hedgingowe*. „Międzynarodowy rynek finansowy zdolny jest dziś uruchomić strumienie na skalę przekraczającą w ciągu jednego dnia sumę rezerw walutowych wszystkich banków centralnych świata razem wziętych. Ponadto głównymi 'aktorami' na tym rynku stały się już nie banki komercyjne, ale banki inwestycyjne oraz przede wszystkim rozmaitego typu fundusze inwestycyjne, w tym osławione tzw. fundusze *hedgingowe* (*hedge funds*), kierujące się prawie wyłącznie krótkoterminowymi względami arbitrażowo-spekulacyjnymi i skłonne do podejmowania bardzo dużego ryzyka”³³. Działalność funduszy *hedgingowych* pogłębia wahania kursów giełdowych, sprzyja wzrostowi niestabilności giełd, często to je właśnie obarcza się winą za zakłócenia na rynkach kapitałowych³⁴. Ekspansja funduszy inwestycyjnych jest szczególnie widoczna na największym rynku finansowym, tj. w USA i na rynkach kapitałowych krajów, dokonujących transformacji polityczno-gospodarczej. Ewentualne porażki funduszy przenoszą się bezpośrednio na rynki kapitałowe, co objawia się znaczącym spadkiem kursów. Dobitym tego przykładem jest spektakularny upadek *LTCM* (*Long Term Capital Management*), który po czterech latach znaczących sukcesów w 1998 r. popadł w trudności finansowe³⁵. Kłopoty *LTCM* odbiły się dotkliwie na światowym rynku finansowym: indeksy *DAX*, *FTSE100*, *DJIA* – spadły o co najmniej 3%. Pomoc 14 banków i 8 innych funduszy powierniczych oraz gwarancje rządowe uratowały *LTCM* przed ostatecznym bankructwem. Podobne kłopoty spotkały fundusz *SOROSA*, *Barings Bank*, *Metallgesellschaft AG*, *Net West*, *Procter&Gamble* itd. Instytucje te poniosły olbrzymie straty, angażując się w transakcje terminowe, obligacje niezabezpieczone, opcje katastroficzne, czyli w instrumenty o spotęgowanym ryzyku. Ryzykowne okazały się również inwestycje na rynkach kapitałowych o niskim ratingu, np. Rosja, Tajlandia, Hongkongu. W USA spośród ponad 3 tys. funduszy 1/4 poniosła straty w wyniku spekulacji giełdowych, a około 200 zbankrutowało.

Rynek instrumentów pochodnych jest również obiektem zainteresowania dużych banków; przykład *Barings Banku* i konglomeratu finansowego *Sumitmo*

³³ W. Małeckie, *Ryzyko...*, s. 7.

³⁴ Ciekawy i przekonywujący pogląd nt. przyczyn kłopotów finansowych *LTCM* i innych funduszy *hedgingowych* przedstawia W. Ziemia, *Porządek i anomalie rynków finansowych*, „Rynek Terminowy” nr 2/1998, s. 42-44.

³⁵ Fundusz *LTCM*, dysponując kapitałami własnymi w wysokości 4 mld *USD*, dokonywał inwestycji kapitałowych, przede wszystkim na amerykańskich giełdach instrumentów pochodnych i spekulował obligacjami na giełdzie rosyjskiej, na kwotę zobowiązań bieżących przekraczającą 120 mld *USD*. Natomiast łączna kwota ekspozycji posiadanych instrumentów przekraczała 1 miliard *USD*. Przy tak wysokiej ekspozycji odwrotne działanie „dźwigni finansowej” spowodowało, że wystarczyły trzy miesiące, aby fundusz utracił płynność i znalazł się na granicy bankructwa.

pokazuje, że nieodpowiedzialna działalność maklerów giełdowych (N. Leason) doprowadzić może do upadku nawet największych instytucji finansowych. Przejęcie *Barings Bank* przez grupę kapitałową *ING Group* być może zapobiegło większym reperkusjom na rynkach finansowych³⁶.

W zakresie mechanizmów spekulacji giełdowej do czynników mogących destabilizować rynek zaliczyć należy tzw. krótką sprzedaż (*short sale*) i kredytowanie transakcji giełdowych. Istotą krótkiej sprzedaży jest spekulacja na spadek kursów poprzez sprzedaż pożyczonych papierów wartościowych w przewidywaniu przyszłego spadku ich ceny i z zamiarem ich odkupienia po niższej cenie. Ujemne saldo danego papieru lub portfela to dodatkowa oferta sprzedaży i dodatkowa podaż walorów.

W przypadku „normalnych” cykli giełdowych „krótka sprzedaż” stabilizuje giełdę, bowiem inwestorzy w okresie bessy (*bear market*) pozostają na giełdzie. Jednak w sytuacjach wyraźnych spadkowych trendów, „krótka sprzedaż” wzmacnia presję podażową i pogłębia spadek kursów.

W latach 90. podejmowano na wielu giełdach próby administracyjnego ograniczenia spekulacyjnej gry na spadek kursów³⁷. Nie przyniosło to jednak spodziewanego rezultatu, a wywoływało opory ze strony graczy giełdowych.

Czynnikiem o podobnym charakterze jest kredytowanie transakcji giełdowych. Jest to również czynnik wzmacniający fluktuacje kursów, ale leżący po stronie popytowej rynku³⁸. Kredytowanie obrotu giełdowego przybiera następujące formy:

- bezpośredniego kredytowania transakcji giełdowych przez banki lub biura maklerskie,
- dopuszczenia zleceń kupna bez pokrycia na bieżącym rachunku inwestycyjnym,
- odroczonego terminu płatności dokonanych transakcji kupna papierów wartościowych.

Powyższe możliwości kreują dodatkowy popyt (realny lub potencjalny), nie mający pokrycia w środkach finansowych. Kredytowanie to swoista dźwignia finansowa. Skala efektu dźwigni może być nieograniczona, bowiem zabezpieczeniem transakcji kupna na zasadach kredytowania są nabyte papiery wartościowe.

W przypadku korzystnego rozwoju sytuacji na giełdzie, zmiany kursów zgodnej z oczekiwaniami wartość zabezpieczenia, tj. nabytych papierów wzrasta, co umożliwia kupno kolejnych papierów (*revolving*). Problem pojawia się w sytuacji,

³⁶ „*ING Group* jest bankowo-ubezpieczeniowym holdingiem z siedzibą w Holandii. Jest wiodącą instytucją finansową w Europie o kapitalizacji rynkowej przekraczającej 50 miliardów euro. Według magazynu 'Fortune', należy do pierwszej dziesiątki największych korporacji na świecie (1999)": <http://ing.pl>.

³⁷ W USA obowiązuje tzw. zasada drgnięcia w górę (*The uptick rule*); por. H. B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, Warszawa 1997, s. 73.

³⁸ Pouczający przykład makroekonomicznych skutków przepływów kapitałowych (kredytów konsumpcyjnych) w: E. Caves, J. A. Frankel, W. W. Jones, *Handel...*, s. 579-580.

gdy niekorzystne zmiany kursów powodują spadek wartości zabezpieczenia – efekt „wstecznego” działania dźwigni. Jeżeli zmiany kursów są przewidywalne, a spodziewane zyski przekraczają koszty transakcyjne, to kredytowanie transakcji giełdowych pogłębia wahania kursów giełdowych, zwiększa bowiem presję popytową w sytuacji korzystnych zmian koniunktury lub zwiększa presję podażową w sytuacjach niekorzystnych.

4. SKUTKI PROCESÓW GLOBALIZACJI DLA NIESTABILNYCH WEWNĘTRZNIE RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Proces globalizacji gospodarczej, społecznej i politycznej jest obiektywną koniecznością, niesie z sobą zarówno korzyści, jak i straty. Do tych pierwszych zaliczyć można obniżkę kosztów, poprawę efektywności, rozprzestrzenianie postępu technicznego itd.³⁹ Krytycy globalizacji wskazują na jej negatywne efekty związane przede wszystkim z:

- marginalizacją pewnych regionów i krajów,
- rosnącą dysproporcją między krajami najwyżej rozwiniętymi a najslabszymi,
- wzrostem kosztów zarządzania i biurokratyzacją,
- eliminacją konkurencji.

Globalny system finansowy (*global governance*) traci przejrzystość i staje się amorficzny od zewnątrz, czemu sprzyja odpersonalizowanie strumieni finansowych i rozmycie odpowiedzialności za decyzje alokacyjne. Wiąże się to ze zwiększeniem liczby ponadnarodowych instytucji i organizacji, a przede wszystkim ponadnarodowych lub wielonarodowych korporacji finansowych (*allfinanz*), specjalizujących się w kompleksowej obsłudze finansowej: usługi bankowe, ubezpieczeniowe, leasingowe, maklerskie, powiernicze.

Mobilność kapitału i łatwość jego przenoszenia między segmentami systemu finansowego: rynkiem pieniężnym i kapitałowym skutkuje wzrostem wrażliwości rynku kapitałowego na wszelkie zakłócenia na rynku pieniężnym, czego dowodem jest większość kryzysów finansowych w latach 90. Konsekwencją wzrostu płynności kapitałów jest wzrost niestabilności pojedynczych rynków kapitałowych, przy stabilności systemu jako całości. W dużym stopniu przyczyniają się do tego asymetryczność rynków w subsystemach „c” i „w” oraz kraje „wschodzące”, pełniące funkcję stabilizatora systemu. Polityka gospodarcza ugrupowań integracyjnych w ramach subsystemu „c” i do pewnego stopnia również instytucji międzynarodowych zapewnia, realizując pro wzrostowe cele, stabilność systemu. Niestety dokonuje się to kosztem pojawiających się napięć i kryzysów w krajach najbardziej podatnych na impulsy koniunkturalne, tj. w krajach otwierających się na współpracę międzynarodową.

³⁹ Szerzej w: G. S. Yip, *Strategia globalna*, PWE, Warszawa 1996, s. 38-44.

Warto zaznaczyć, że kraje te nie korzystają z pozytywnych skutków acyklicznych przepływów strumieni finansowych, wręcz przeciwnie – napływy i „ucieczki” spekulacyjnych, krótkookresowych kapitałów kreują wtórne wahania na giełdach krajów przyjmujących. Kraje te bowiem nie dysponują wystarczającymi rezerwami walutowymi, płynność kursów jest tylko iluzorycznie pełna, bowiem wynika z bieżącej kwoty obsługi zadłużenia, wreszcie brak skutecznych metod i narzędzi przeciwdziałania kryzysom finansowym, o podłożu nie tylko walutowym. Dodać do tego należy brak spójnej polityki gospodarczej krajów, realizujących transformację społeczno-gospodarczą, dla których priorytet walki z inflacją i równoważenia budżetu doprowadził do zahamowania tempa wzrostu gospodarczego i do przekroczenia bariery bezrobocia. Tym sposobem przyjęta również w Polsce koncepcja monetarystycznej polityki państwa staje się samoistnym mechanizmem procyklicznym. Na przykładzie Polski uwidoczniły się także dwie inne negatywne konsekwencje segmentacji systemu finansowego świata:

- pogłębiający się deficyt obrotów bieżących,
- wzrost zadłużenia zagranicznego podmiotów krajowych spowodowany wysokimi kosztami kredytów w walutach krajowych.

W odniesieniu do giełd kapitałowych i kursów notowanych walorów, kraje „wschodzące” wykazują:

- nadwrażliwość na negatywne impulsy koniunkturalne,
- cykliczność kursów wywołaną „rotacją” zagranicznego, spekulacyjnego kapitału,
- fluktuacje wywołane zmiennością polityki fiskalnej i podatkowej skarbu państwa.

ZAKOŃCZENIE

Współczesny rynek finansowy charakteryzuje się zmniejszającą się rolą gotówki jako formy pieniądza, również kapitał zmienia swój charakter, przeistacza się w zdematerializowany strumień płynnych aktywów, nie mających często żadnego odnośnika w sferze realnej. Definiuje się go wtedy w kategoriach tzw. rzeczywistości statystycznej. Aktywa te bowiem mają formę instrumentów finansowych o charakterze zobowiązań powstałych pod „zastaw” aktywów, które są mniej lub bardziej realne.

Większość kryzysów i zakłóceń lat 90. miała swój początek na rynkach pieniężnych, ale – w istocie rzeczy – były to kryzysy rynków kapitałowych. W opracowaniu starano się wykazać istnienie wewnętrznych przesłanek niestabilności rynków kapitałowych, przy względnej stabilności światowego systemu finansowego jako całości. Naruszenie równowagi na rynkach kapitałowych jest nie tylko wynikiem niedopasowania cenowego i ilościowego (zgodnie z neoklasycznym podejściem do rynku), ale wynika z charakteru przepływu strumieni finansowych

w ramach światowego systemu finansowego – skutek globalizacji oraz wewnętrznej niestabilności rynków kapitałowych w krajach, które dominują w tym systemie. Dla krajów w okresie transformacji, np. Polski, wykazanie znaczenia najważniejszych przesłanek i mechanizmów niestabilności rynków kapitałowych ma bardzo istotną wagę, bowiem może być przesłanką do dyskusji nad „działaniami obronnymi”. Doświadczenia innych krajów wykazują jak trudno uniknąć i jak trudno zwalczać kryzysy finansowe. Wprowadzenie od 1 lipca 2002 r. *euro* jako jedynej waluty na obszarze większości członków Unii może dodatkowo skomplikować naszą sytuację. Szybkie wstąpienie do UE może, choć nie musi, być skuteczną metodą obrony przed skutkami kryzysu finansowego.



POLACY I NIEMCY PO II WOJNIE ŚWIATOWEJ

MATERIAŁY POMOCNICZE DO NAUKI HISTORII I WIEDZY O ŚWIECIE WSPÓŁCZESNYM

pod redakcją **BOGDANA KOSZELA**, Poznań 2001,
9 zeszytów objętych banderolą, cena pojedynczego
zeszytu 7 zł. Przy zakupie kompletu rabat 10% (56,70 zł)

Polsko-niemiecki dialog, jaki rozpoczął się po 1989 r., obejmujący najważniejsze dziedziny życia społecznego, ujawnił, że wśród młodego pokolenia Niemców i Polaków istnieje olbrzymi deficyt informacyjny na temat współczesnych dziejów obu państw i narodów. Wiedza podręcznikowa kończy się w zasadzie na 1945 r. Nauczyciele historii i wiedzy o społeczeństwie najczęściej omawiają jedynie sprawę powstania RFN i NRD oraz zjednoczenia Niemiec w 1990 r. Autorzy niniejszej publikacji – wybitni fachowcy, doświadczeni badacze z Polski i RFN – w poszczególnych zeszytach, stanowiących materiały pomocnicze dla uczniów ostatnich klas szkół średnich, w sposób rzetelny przedstawili dorobek badaczy historiografii polskiej i niemieckiej w zakresie najważniejszych aspektów stosunków polsko-niemieckich po II wojnie światowej. 9 zeszytów obejmujących wybrane zagadnienia z określonych dziedzin (historia, politologia, socjologia) podejmuje problematykę niewrażliwą, kontrowersyjną lub zgoła mało znaną – **konsekwencji II wojny światowej dla Niemców i Polaków, przymusowych wysiedleń i wypędzeń Polaków i Niemców, stosunków PRL–RFN i RP–zjednoczone Niemcy oraz relacji PRL–NRD, stereotypów i wzajemnego postrzegania, mniejszości niemieckiej w Polsce, polsko-niemieckiego dziedzictwa kulturowego.**

Każde opracowanie wraz z bogatą i kolorową ikonografią oraz słowniczkiem trudnych pojęć stanowić będzie atrakcyjny wykład poszerzający wiedzę na temat naszego zachodniego sąsiada.

1. *Jadwiga Kiwerska*, Polska wobec Niemiec w latach 1945-1949.
2. *Krzysztof Malinowski*, Nierówne partnerstwo. Polska – Niemcy w Europie (1989-2000).
3. *Edmund Dmitrów*, Konsekwencje drugiej wojny światowej dla Polski i Niemiec.
4. *Zbigniew Kurcz*, Mniejszość niemiecka w Polsce na tle innych mniejszości.
5. *Beata Ociepka*, Deportacje, wysiedlenia, przesiedlenia – powojenne migracje z Polski i do Polski.
6. *Zbigniew Mazur*, O adaptacji niemieckiego dziedzictwa kulturowego na Ziemiach Zachodnich i Północnych.
7. *Joachim Franzke*, Przyjaźń narodów, czy przyjaźń zalecona? Stosunki między NRD i PRL.
8. *Andrzej Sakson*, Polacy i Niemcy: stereotypy i wzajemne postrzeganie.
9. *Bogdan Koszeł*, Od wrogości do porozumienia. Stosunki polsko-zachodnioniemieckie w latach 1949-1989.

DO NABYCIA:

- w księgarniach naukowych
- w Instytucie Zachodnim, 61 - 854 Poznań,
ul. Mostowa 27 (także za zaliczeniem pocztowym)