



**POLITECHNIKA  
GDAŃSKA**



**WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA I EKONOMII**  
POLITECHNIKA GDAŃSKA

**POLITECHNIKA GDAŃSKA**  
**WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA I EKONOMII**

Adam Marszk

ROZPRAWA DOKTORSKA

**RYNKI AKCJI A WZROST I ROZWÓJ GOSPODARCZY W  
KRAJACH SŁABO ROZWINIĘTYCH: PRZYPADEK  
PAŃSTW BRIC**

Promotor:

dr hab. Nelly Daszkiewicz, prof. nadzw. PG

Gdańsk 2013

*Autor pragnie podziękować  
dr hab. Nelly Daszkiewicz, prof. nadzw. PG,  
za okazaną życzliwość, wsparcie i poświęcony czas.*

# SPIS TREŚCI

<b>Wstęp</b> .....	1
<b>ROZDZIAŁ 1</b>	
<b>Gospodarki krajów słabo rozwiniętych: sfera realna i system finansowy</b> .....	8
1.1. Wzrost i rozwój gospodarczy.....	8
1.1.1. Wzrost i rozwój gospodarczy – zakres pojęć.....	8
1.1.2. Mierniki wzrostu i rozwoju gospodarczego.....	13
1.2. Kraje słabo rozwinięte – ogólna charakterystyka.....	21
1.2.1. Wybrane definicje krajów na niższym poziomie rozwoju.....	21
1.2.2. Zróżnicowanie zbiorowości krajów słabo rozwiniętych.....	25
1.2.3. Nowe kategorie krajów słabo rozwiniętych: rynki wschodzące, BRIC, 3G, RGM.....	28
1.2.4. Wybrane cechy charakterystyczne i problemy gospodarczo-społeczne krajów słabo rozwiniętych.....	32
1.3. Systemy finansowe krajów słabo rozwiniętych.....	39
1.4. Cechy charakterystyczne rynków akcji w krajach słabo rozwiniętych.....	44
<b>ROZDZIAŁ 2</b>	
<b>Znaczenie rynków akcji w procesach wzrostu i rozwoju gospodarczego</b> .....	52
2.1. Przegląd dorobku ekonomii rozwoju.....	52
2.1.1. Teorie wzrostu gospodarczego.....	52
2.1.2. Teorie rozwoju gospodarczego.....	60
2.1.3. Czynniki wzrostu i rozwoju gospodarczego.....	66
2.1.4. Współczesna debata dotycząca wzrostu i rozwoju gospodarczego: podsumowanie.....	67
2.2. Mechanizmy oddziaływania rynku akcji na gospodarkę: podejście teoretyczne.....	69
2.2.1. Rynki akcji a sfera realna.....	69
2.2.2. Rynki akcji a wzrost i rozwój gospodarczy w długim okresie: przegląd teorii.....	78
2.3. Relacje pomiędzy rynkiem akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym: przegląd badań empirycznych.....	89
2.3.1. Badania dotyczące ogółu krajów lub KWR.....	89
2.3.2. Rynki akcji a gospodarki krajów słabo rozwiniętych w badaniach empirycznych.....	97

## **ROZDZIAŁ 3**

<b>Kraje BRIC w światowym systemie gospodarczym.....</b>	<b>102</b>
3.1. Brazylia.....	103
3.2. Rosja.....	108
3.3. Indie.....	113
3.4. Chiny.....	118

## **ROZDZIAŁ 4**

<b>Charakterystyka systemów finansowych i rynków akcji w krajach BRIC.....</b>	<b>125</b>
4.1. Struktura i tendencje zmian w systemach finansowych.....	125
4.1.1. Brazylia.....	125
4.1.2. Rosja.....	129
4.1.3. Indie.....	133
4.1.4. Chiny.....	136
4.2. Charakterystyka rynków akcji w krajach BRIC.....	140
4.2.1. Brazylia.....	140
4.2.2. Rosja.....	149
4.2.3. Indie.....	158
4.2.4. Chiny.....	165
4.2.5. Rynki akcji w państwach BRIC – podsumowanie.....	179

## **ROZDZIAŁ 5**

<b>Badanie empiryczne zależności pomiędzy rynkiem akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym w krajach BRIC.....</b>	<b>184</b>
5.1. Założenia badania.....	184
5.1.1. Podsumowanie wyników i ocena wybranych aspektów metodologicznych badań empirycznych.....	184
5.1.2. Metody i schemat procedury badawczej.....	188
5.1.3. Charakterystyka i źródła danych.....	193
5.2. Brazylia: badanie empiryczne.....	194
5.2.1. Realizacja funkcji rynku akcji.....	194
5.2.2. Kanały transmisji.....	201
5.2.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu.....	203
5.2.4. Rynek akcji a sektor bankowy.....	206
5.2.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego.....	207
5.3. Rosja: badanie empiryczne.....	210
5.3.1. Realizacja funkcji rynku akcji.....	210
5.3.2. Kanały transmisji.....	216
5.3.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu.....	218
5.3.4. Rynek akcji a sektor bankowy.....	221
5.3.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego.....	222

5.4. Indie: badanie empiryczne.....	226
5.4.1. Realizacja funkcji rynku .....	226
5.4.2. Kanały transmisji.....	233
5.4.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu.....	235
5.4.4. Rynek akcji a sektor bankowy.....	237
5.4.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego.....	238
5.5. Chiny: badanie empiryczne.....	241
5.5.1. Realizacja funkcji rynku .....	241
5.5.2. Kanały transmisji.....	249
5.5.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu.....	251
5.5.4. Rynek akcji a sektor bankowy.....	254
5.5.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego.....	255
5.6. Podsumowanie i porównanie wyników badania dla krajów BRIC...	258
<b>Zakończenie</b> .....	269
Spis skrótów.....	275
Bibliografia.....	277
Spis tabel.....	291
Spis rysunków.....	294

# WSTĘP

Dwie ostatnie dekady to czas głębokich przeobrażeń światowej gospodarki, mających wieloaspektowy charakter. Jednym z najważniejszych elementów tych zmian był wzrost znaczenia niektórych krajów spoza dotychczas dominującego w światowym systemie powiązań ekonomicznych obszaru Ameryki Północnej i Europy Zachodniej. Szerokie grono państw z wysoką stopą wzrostu PKB oraz korzystną sytuacją m.in. na rynkach finansowych najczęściej określane było terminem „rynkι wschodzące”. W grupie tej można wyodrębnić kilka krajów ze zdecydowanie największym udziałem w globalnej gospodarce, uważanych przez część ekonomistów za przyszłe potęgi (w pewnych sferach już obecnie zajmują taką pozycję). Krajami tymi są Brazylia, Rosja, Indie i Chiny, czyli w skrócie BRIC.

Próby wyjaśnienia drogi krajów BRIC do sukcesu są ważne, ponieważ w każdym państwie dążenie do osiągnięcia wyższego poziomu życia ludności powinno znajdować się w centrum tworzonych przez rządzących strategii rozwojowych (choć mogą się pojawiać także inne priorytety). Jednak, pomimo wagi tego zagadnienia, wciąż jest wiele wątpliwości dotyczących nawet tak podstawowych kwestii jak ściśle zdefiniowanie pojęcia poziomu życia i opracowanie sposobów jego pomiaru. Trwająca od kilku stuleci dyskusja, dotycząca celów kształtowania życia gospodarczego i sposobów ich osiągania, nadal jest niezakończona i prawdopodobnie nigdy nie uda się osiągnąć definitywnego konsensusu i sformułowania całkowicie pewnych zaleceń. Ważnym obszarem badawczym współczesnej ekonomii jest analiza historii zmian gospodarczych w krajach najszybciej się rozwijających i czynników, które były ich najważniejszymi źródłami. Wyniki badań są zróżnicowane, nierzadko sprzeczne. Podkreśla się znaczenie czynników gospodarczych, społecznych, kulturowych, historycznych, prawnych, geograficznych, religijnych i innych. Sprawdzenie wpływu wszystkich powyższych czynników wydaje się być niemożliwe, dlatego z konieczności należy ograniczyć się do zbadania tych zasadniczych.

Poza rosnącą rolą krajów BRIC (oraz niektórych innych) i procesem spadku znaczenia dawnych potęg innym niezwykle ważnym wydarzeniem w ostatnich latach był kryzys finansowy, za którego początek uważa się upadłość banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. (choć jego pierwsze przejawy widoczne były już kilkanaście miesięcy wcześniej). Problemy licznych międzynarodowych banków oraz gwałtowne wahania cen aktywów finansowych wpłynęły negatywnie na sytuację gospodarczą części krajów, w szczególności

tych z rozbudowanym systemem finansowym. Dalszym skutkiem był kryzys zadłużeniowy w strefie euro, który przerwał okres chwilowego ożywienia w światowej gospodarce. Kryzys w zdecydowanie mniejszym stopniu dotknął państwa niezaliczane do grupy najbogatszych, swoją pozycję umocniły zwłaszcza rynki wschodzące.

W związku z tym, że kraje najmocniej dotknięte zaburzeniami to te, w których rozmiary systemu finansowego były (lub nadal są) znaczące w stosunku do wielkości gospodarki, w środowisku ekonomistów (i nie tylko) zaczęto kwestionować jego pozytywną rolę, podkreślając szereg możliwych negatywnych oddziaływań. Dotyczą one jednak przede wszystkim systemów finansowych, w których doszło do zaburzeń w funkcjonowaniu najważniejszych mechanizmów – trudno negować znaczenie prawidłowo działającego i rozwiniętego systemu finansowego dla całości gospodarki. Jego funkcje są wielorakie i obejmują wszystkich uczestników życia gospodarczego – gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i sektor rządowy. Sprawny i odpowiednio regulowany system finansowy umożliwia przepływ strumieni oszczędności i inwestycji, będąc tym samym integralną częścią obiegu gospodarczego. Istnienie pośredników finansowych przyczynia się do rozwoju przedsiębiorstw, mających dostęp do źródeł finansowania projektów inwestycyjnych, a gospodarstwom domowym pozwala na lokowanie oszczędności i osiągnięcie korzyści z tytułu udostępniania kapitału oraz, w dłuższej perspektywie, w wyniku rosnących zysków przedsiębiorstw poprzez dostarczenie innych usług czynników produkcji, głównie pracy. Poza wspomnianymi powyżej zadaniami system finansowy pełni także w każdej gospodarce inne fundamentalne funkcje, których zakres zależy od jego struktury. Można wśród nich wymienić poprawę zarządzania ryzykiem i oceny jego poziomu oraz zwiększanie płynności inwestycji.

Rynek akcji jest częścią rynku kapitałowego i szerzej całego systemu finansowego. Na rynku akcji spotykają się przedsiębiorstwa, chcące pozyskać środki finansowe poprzez pierwszą lub kolejną ofertę akcji, z gospodarstwami domowymi, udostępniającymi swoje oszczędności przy udziale pośredników, takich jak banki inwestycyjne i domy maklerskie. Rola rynku akcji w gospodarce jest ściśle związana z rolą systemu finansowego, ale równocześnie charakteryzuje się pewną odrębnością.

Dotychczas nie udzielono jednoznacznej odpowiedzi na pytania dotyczące wpływu rynków akcji na poziom i tempo wzrostu (rozwoju) gospodarczego. Mimo wielu prac opisujących istnienie pozytywnych zależności pojawiają się także głosy podające w wątpliwość korzystny wpływ rozwoju rynków akcji; według niektórych autorów jest on zerowy lub wręcz negatywny. Badania przynoszą odmienne wyniki dla różnych grup krajów, wydzielonych ze względu na stopień rozwoju gospodarczego (kraje słabo rozwinięte wobec

krajów rozwiniętych), system prawny czy znaczenie poszczególnych części rynków finansowych w gospodarce.

W krajach BRIC stopień dojrzałości rynków akcji i historia ich rozwoju są z wielu przyczyn odmienne. Jednak mimo tego zróżnicowania można zauważyć pewne cechy i procesy wspólne, takie jak dynamiczny rozwój w pierwszej dekadzie XXI w., pozwalające na wyciągnięcie wniosków dotyczących całej grupy. Mimo rosnącej wśród ekonomistów popularności zagadnień związanych z państwami BRIC, będących obecnie przedmiotem licznych badań, liczba publikacji dotyczących wpływu rynków akcji na poziom rozwoju gospodarczego tych krajów i charakteru tych zależności (siła, kierunek) jest stosunkowo niewielka. Wydaje się to być pomijaniem ważnego, w szczególności z punktu widzenia innych krajów, chcących powtórzyć ich sukces, oraz interesującego, bo odnoszącego się zarówno do teorii ekonomii, jak i praktyki gospodarczej, problemu naukowego. Ponadto, brak prac, w których przeprowadzono analizę porównawczą tych zależności dla całej grupy BRIC, a tym samym określono ich zbliżony lub odmienny charakter, co może być argumentem w dyskusji dotyczącej zasadności stosowania koncepcji tej kategorii krajów.

Choć sytuacja poszczególnych krajów słabo rozwiniętych (pod względem gospodarczym, politycznym i innymi) jest istotnie różna, to wnioski dotyczące BRIC można potraktować jako odnoszące się do całej szeroko rozumianej kategorii państw na niższym poziomie rozwoju – w krajach BRIC mieszka większość ludności krajów innych niż najbardziej zaawansowane gospodarczo. Dodatkowym uzasadnieniem jest to, że perspektywy rozwoju wielu innych krajów uboższych zależą w mniejszym lub większym stopniu od kondycji krajów BRIC, a w niektórych są one ponadto traktowane jako źródło formułowanych strategii rozwoju. Badanie, którego wyniki zostały zamieszczone w rozprawie, obejmuje również wydarzenia po 2008 r., co pozwoliło na scharakteryzowanie wpływu procesów kryzysowych w wybranych krajach i odniesienie się do argumentów o niekorzystnym oddziaływaniu rynku akcji. Najważniejszą luką badawczą w ocenie autora jest brak wyników badań dotyczących wspomnianych zależności, w których uwzględniono cechy systemów gospodarczych i finansowych, w tym te niemierzalne – większość prac empirycznych oparto wyłącznie na metodach ilościowych. Stosowanie takiego podejścia budzi szczególne wątpliwości w odniesieniu do krajów słabo rozwiniętych, w których poziom rozwoju całej gospodarki lub poszczególnych jej części (np. rynku akcji) w sferze ilościowej może być wysoki, jednak przy formułowaniu ostatecznych wniosków konieczne jest uwzględnienie także aspektów jakościowych. Z wymienionych powodów autor zdecydował się na prace badawcze nad tą tematyką.



Głównym celem niniejszej pracy jest ocena, na podstawie najważniejszej gospodarczo i politycznie grupy państw BRIC, wpływu zmian na rynkach akcji w krajach słabo rozwiniętych na poziom życia społeczeństw. Cele cząstkowe pracy, wyznaczone do realizacji celu głównego to:

1. Prześledzenie zagadnień wzrostu i rozwoju gospodarczego, ich mierników, klasyfikacji krajów na niższym poziomie rozwoju oraz cech charakterystycznych gospodarek i systemów finansowych w tych państwach.

2. Przedstawienie najważniejszych elementów ekonomii rozwoju, funkcji rynku akcji w gospodarce i oddziaływania tej części systemu finansowego na gospodarkę w różnych teoriach ekonomicznych i badaniach empirycznych.

3. Charakterystyka przemian zachodzących w systemach gospodarczych i finansowych krajów BRIC pod koniec XX w. i na początku XXI w. oraz ocena zmian poziomu rozwoju rynków akcji.

4. Ocena zakresu realizacji poszczególnych funkcji rynku akcji, określenie mechanizmów i siły wpływu na procesy wzrostu i rozwoju gospodarczego w krajach BRIC.

Realizując główny cel pracy postawiono następujące pytanie badawcze:

Czy i w jaki sposób rynki akcji wpływają w długim okresie na procesy wzrostu i rozwoju gospodarczego w krajach BRIC?

Znalezienie odpowiedzi na pytanie główne wymagało sformułowania pytań pomocniczych:

Pytanie 1: Jak przebiegał proces zmian na rynkach akcji w krajach BRIC, w jakim stopniu uległy one przeobrażeniom i czy można je uznać za bardziej rozwinięte niż kilkanaście lat temu?

Pytanie 2: W jakim stopniu rynki akcji w krajach BRIC realizowały swoje funkcje, poprzez jakie mechanizmy oddziaływały na wzrost i rozwój gospodarczy i jak silny był to wpływ?

Pytanie 3: Czy różnice w zakresie poziomu rozwoju rynków akcji i charakteru oddziaływań na procesy wzrostu i rozwoju gospodarczego pomiędzy krajami BRIC były znaczące?

Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny. W części teoretycznej wykorzystano dostępne publikacje poświęcone omawianym zagadnieniom, zwłaszcza tematyce ekonomii rozwoju, miejscu rynku akcji w gospodarce oraz zależnościom pomiędzy sektorem finansowym a sferą realną. Niektóre z tych kwestii były dotychczas niemal nieobecne w krajowej literaturze ekonomicznej, stąd istotną część pracy oparto na publikacjach anglojęzycznych (w minimalnym stopniu także na publikacjach w języku niemieckim i francuskim). W części empirycznej podjęto natomiast próbę uzyskania odpowiedzi na główne

i pomocnicze pytania badawcze na podstawie analizy wykonanej z wykorzystaniem informacji uzyskanych podczas przeglądu literatury oraz danych statystycznych.

Praca składa się ze wstępu, 5 rozdziałów oraz zakończenia.

Na początku rozdziału pierwszego omówiona została problematyka wzrostu i rozwoju gospodarczego – przedstawiono definicje tych procesów według różnych autorów (polskich i zagranicznych) oraz najczęściej stosowane w różnego rodzaju opracowaniach mierniki (dwoma najważniejszymi są produkt krajowy brutto oraz wskaźnik rozwoju społecznego) wraz z opisem ich najistotniejszych wad. W kolejnych podpunktach omówiono problemy z definiowaniem krajów na niższym poziomie rozwoju oraz niektóre ze stosowanych kryteriów ich podziału, zarówno używane przez organizacje międzynarodowe, jak i przez komercyjne instytucje finansowe, wśród nich BRIC. Po opisanu najważniejszych kwestii w zakresie konceptualizacji przedstawione zostały kluczowe cechy charakterystyczne systemów gospodarczych i finansowych krajów słabo rozwiniętych, a także, w ostatnim podrozdziale, rynków akcji – niektóre z poruszonych zagadnień to ogólny poziom rozwoju, tendencje zmian, różnice pomiędzy poszczególnymi kontynentami oraz fazy przeobrażeń.

Rozdział drugi, o charakterze teoretycznym, dotyczy miejsca rynku akcji w gospodarce. Autor starał się przedstawić najważniejsze koncepcje w zakresie ekonomii rozwoju, tj. wybrane teorie wzrostu i rozwoju gospodarczego oraz przegląd najczęściej wymienianych czynników decydujących o przebiegu tych procesów. Wyboru dokonano ze względu na możliwe odniesienie wspomnianych koncepcji do oddziaływania rynku akcji na sferę realną gospodarki. Główną część rozdziału drugiego stanowi przybliżenie funkcji pełnionych przez rynek akcji (głównych i drugorzędnych) oraz porównanie sformułowanych przez różnych autorów teorii dotyczących zależności pomiędzy rozwojem rynku akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym (dotychczas mało znanych w Polsce), różniących się między sobą sugerowanym kierunkiem i siłą oddziaływań. Ze względu na stosunkowo ubogą literaturę w zakresie znaczenia samego rynku akcji wykorzystano również prace dotyczące wpływu rozwoju całego systemu finansowego. Ostatni podpunkt poświęcono zaprezentowaniu wyników dotychczas przeprowadzonych badań empirycznych, które obejmowały różne kraje lub ich grupy. Z perspektywy celu całej rozprawy najistotniejsze są wyniki dotyczące krajów słabo rozwiniętych, w tym BRIC.

W rozdziale trzecim, stanowiącym wprowadzenie do rozważań zamieszczonych w kolejnych częściach pracy, autor przedstawił najważniejsze informacje o systemach gospodarczych krajów BRIC, m.in. najistotniejsze wydarzenia w ciągu ostatnich

kilkudziesięciu lat, potencjał ekonomiczny, pozycję w światowym układzie powiązań gospodarczych oraz podstawowe dane dotyczące poziomu życia.

Rozdział czwarty poświęcony jest charakterystyce systemów finansowych w krajach BRIC, w tym przede wszystkim rynków akcji. Jako pierwsze omówione zostały najważniejsze cechy całych systemów finansowych w podziale na sektor bankowy, inne niż rynek akcji części rynku kapitałowego oraz nadzór finansowy. Najważniejszym i najobszerniejszym fragmentem jest analiza poziomu rozwoju rynków akcji krajów BRIC i zmian w tym zakresie w ciągu ostatnich kilkunastu lat m.in. na tle wydarzeń w pozostałych częściach gospodarki opisanych w rozdziale trzecim. Została ona przeprowadzona na podstawie danych statystycznych oraz informacji o niemierzalnych cechach tych rynków uzyskanych podczas studiów literaturowych i obejmuje szereg elementów, wśród których należy wymienić historię ich powstania i przemian, zmiany rozmiarów, obrotów, liczby notowanych spółek i cen akcji (ocena dokonana na z użyciem dostępnych danych rynkowych), strukturę spółek giełdowych i uczestników handlu, kształt publicznego obrotu akcjami (giełdy papierów wartościowych i zasady handlu), a także instytucje nadzorcze i efektywność sprawowanego nadzoru giełdowego (ma ona duże znaczenie dla możliwości realizacji funkcji rynku akcji). Analizę wykonano w pierwszej kolejności oddzielnie dla czterech krajów, co umożliwiło uzyskanie specyficznych dla konkretnych gospodarek informacji, niezbędnych do przeprowadzenia studiów przypadków w rozdziale piątym. W celu porównania dynamiki i poziomu rozwoju w całej grupie BRIC w ostatniej części rozdziału zamieszczono zestawienie wybranych wskaźników dla opisywanych krajów wraz z wynikami oceny niektórych aspektów jakościowych.

W rozdziale piątym, najobszerniejszym, zamieszczono wyniki przeprowadzonego badania empirycznego w zakresie zależności pomiędzy rozwojem rynku akcji a procesami wzrostu i rozwoju w krajach BRIC. Skoncentrowano się przede wszystkim na wpływie rynku akcji na sferę realną gospodarki oraz różne aspekty poziomu życia. W pierwszej części tego rozdziału przedstawiono podsumowanie i ocenę wybranych aspektów metodologicznych wcześniejszych badań, metody i schemat procedury badawczej oraz scharakteryzowano wykorzystane dane. Badanie zostało podzielone na 6 etapów, przy czym pierwszych 5 wykonano odrębnie dla każdego z krajów BRIC (metodę badawczą w tej części można określić jako studium przypadku), a w ostatnim zastosowano metodę komparatywną. Ze względu na braki w danych statystycznych, poważnie ograniczające możliwość wykorzystania metod matematycznych (modeli ekonometrycznych), część badania ma charakter opisowy (w dużej mierze oparta jest na wnioskach z analizy z rozdziału czwartego,

a także, choć w zdecydowanie mniejszym stopniu, na informacjach z rozdziału trzeciego). W niektórych częściach analizy, składających się na całość badania, wykorzystano dane liczbowe m.in. do konstrukcji wskaźników rozwoju rynku akcji oraz określenia wpływu na czynniki wzrostu gospodarczego. Poszczególne etapy umożliwiły (w różnym stopniu) dokonanie oceny kolejno w zakresie stopnia realizacji funkcji rynków akcji, kanałów oddziaływania na proces wzrostu gospodarczego, wpływu na składniki wzrostu, porównania roli emisji akcji i kredytów bankowych w finansowaniu inwestycji, oddziaływania na niektóre aspekty rozwoju gospodarczego oraz podobieństwa omawianych relacji.

W zakończeniu zawarto najważniejsze wnioski z analiz przeprowadzonych w pracy.

# Rozdział 1

## Gospodarki krajów słabo rozwiniętych: sfera realna i system finansowy

### 1.1. Wzrost i rozwój gospodarczy

Wzrost i rozwój gospodarczy to pojęcia należące do fundamentalnych terminów nauk ekonomicznych. Choć dyskusje dotyczące tych kwestii były już obecne w refleksji filozoficznej starożytności, to nadal można zaobserwować poważne problemy z ich konkretyzacją i dokładną charakterystyką, co wynika ze złożoności, płynności i kontekstu społeczno-historycznego. Według Z. Dobrskiej ekonomia rozwoju nie jest jedyną dyscypliną nauki, w której występują problemy z precyzowaniem najważniejszych przedmiotów zainteresowań, ponieważ, jak stwierdził C.F. von Weizsäcker<sup>1</sup>, jedną z zasad współczesnej metodologii nauk jest to, że nie stawia się pewnych podstawowych pytań, np. we współczesnej fizyce brak pytań o to, czym jest materia, a w biologii o definicję życia.

W pierwszej części niniejszego rozdziału przedstawione zostaną wybrane definicje wzrostu i rozwoju gospodarczego oraz najważniejsze sposoby pomiaru tych procesów. Następnie omówione zostaną kryteria wyodrębniania krajów mniej i bardziej zaawansowanych gospodarczo, sposoby klasyfikacji i cechy systemów gospodarczo-społecznych krajów słabo rozwiniętych (KSR). Dwie ostatnie części poświęcone będą charakterystyce systemów finansowych i rynków akcji KSR.

#### 1.1.1. Wzrost i rozwój gospodarczy – zakres pojęć

W naukowej literaturze ekonomicznej już od kilkadziesiąt lat rozróżnia się pojęcia wzrostu (ang. *growth*) i rozwoju (ang. *development*) gospodarczego. O czym wspomniano powyżej, tematyką tą zajmowali się już starożytni filozofowie, jednak, z punktu widzenia ekonomii rozwoju, pierwsze poważne próby naukowego zbadania i stworzenia odpowiednich koncepcji podjęli klasycy ekonomii, tacy jak A. Smith, V. Pareto i D. Ricardo<sup>2</sup>. J.M. Keynes<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup>C.F. von Weizsäcker, *Zum Weltbild der Physik*, Hirzel Verlag, Hirzel 2007, s. 281.

<sup>2</sup>Z. Dobrska, *Pojęcie rozwoju gospodarczego – analiza wstępna*, [w:] A. Bąkiewicz, U. Żuławska (red.), *Rozwój w dobie globalizacji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 24 – 28.

<sup>3</sup>J.M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 5-23.

analizował gospodarkę na poziomie makro, ale skoncentrował się na tematyce cykli koniunkturalnych.

Wraz z powstaniem ekonomii rozwoju (geneza i ewolucja ekonomii rozwoju zostanie przedstawiona w rozdziale drugim) wzrost i rozwój gospodarczy, początkowo rozumiane jednakowo, znalazły się w centrum zainteresowań ekonomistów. W latach 70. XX w. zaczęto odróżniać wzrost od rozwoju, choć nadal w pewnym stopniu bywają ze sobą utożsamiane.

W literaturze ekonomicznej pojawia się wiele definicji wzrostu i rozwoju gospodarczego. Można jednak wyróżnić kilka cech wspólnych głównych koncepcji, wśród których najważniejszą wydaje się być traktowanie wzrostu gospodarczego jako określenia węższego, będącego integralną składową rozwoju gospodarczego oraz uznawanie wzrostu za niezbędny, ale niedostateczny sam w sobie warunek rozwoju. Wzrost gospodarczy jest łączony ze zmianami ilościowymi, a rozwój gospodarczy obejmuje ponadto zmiany jakościowe, zwłaszcza pozytywne przemiany struktur społecznych i gospodarczych.

W 1966 r. S. Kuznets zdefiniował wzrost gospodarczy jako systematyczny wzrost produkcji w przeliczeniu na mieszkańca lub pracownika, któremu zazwyczaj towarzyszy wzrost liczby ludności i głębokie przemiany strukturalne, najczęściej procesy industrializacji i urbanizacji<sup>4</sup>. W popularnym podręczniku do nauczania ekonomii D. Begg, S. Fischera i R. Dornbuscha wzrost gospodarczy jest rozumiany jako wzrost realnej produkcji społecznej lub realnego dochodu narodowego w danej gospodarce<sup>5</sup>. Nieco odmienna jest definicja japońskich ekonomistów Y. Godo i Y. Hayami, zdaniem których wzrost gospodarczy jest ilościową ekspansją zmiennych ekonomicznych, przede wszystkim dochodu narodowego, mierzonego w ujęciu absolutnym lub w przeliczeniu na jednego mieszkańca<sup>6</sup>.

Zbliżone podejście do konceptualizacji pojęcia wzrostu gospodarczego reprezentują polscy ekonomiści. Już w roku 1961 J. Drewnowski podkreślał, że wzrost gospodarczy oznacza „proces powiększania się z roku na rok wielkości ekonomicznych danego gospodarstwa narodowego”<sup>7</sup>. M. Nasiłowski zdefiniował go jako stałe zwiększanie zdolności danego kraju do produkowania towarów i usług pożądanych przez ludzi<sup>8</sup>. R. Piasecki odnosi

---

<sup>4</sup>S. Kuznets, *Modern Economic Growth: Rate, Structure and Spread*, Yale University Press, New Haven 1966, s. 1-14.

<sup>5</sup>D. Begg, R. Dornbusch, S. Fischer, *Ekonomia: Makroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003, s. 312.

<sup>6</sup>Y. Godo, Y. Hayami, *Development Economics*, Oxford University Press, Oxford 2005, s. 3.

<sup>7</sup>J. Drewnowski, *Wzrost gospodarczy*, [w:] *Mała encyklopedia ekonomiczna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1961, s. 743-747.

<sup>8</sup>M. Nasiłowski, *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004, s. 377.

ten termin do rzeczowej sfery procesu reprodukcji, związanej z odtwarzaniem lub powiększaniem się produktu społecznego w czasie<sup>9</sup>.

Na podstawie przedstawionych powyżej definicji należy stwierdzić, że pojęcie wzrostu gospodarczego jest w miarę klarowne i spójne oraz wpisuje się w system analizy gospodarki narodowej, gdzie w centrum zainteresowania znajduje się rynek. Wraz z wzrostem gospodarczym rośnie stopień zaspokojenia potrzeb będących przedmiotem wymiany rynkowej oraz liczba obywateli zatrudnionych przy wytwarzaniu niezbędnych do tego dóbr i usług. Więcej trudności przysparza definiowanie rozwoju gospodarczego, ponieważ wiąże się z przyjęciem pewnych kryteriów wartościowania.

Początkowo przyjmowano, że wzrost gospodarczy niejako automatycznie prowadzi do rozwoju. Dopiero D. Seers zanegował tę koncepcję, stwierdzając, że nie zawsze wzrost musi skutkować rozwojem, a dowodem na to są przypadki krajów z wzrostem gospodarczym, ale bez towarzyszącego mu procesu rozwoju<sup>10</sup>. W amerykańskim słowniku ekonomicznym rozwój gospodarczy (ekonomiczny) został zdefiniowany przez autorów jako „proces zwiększania dochodu całkowitego i w przeliczeniu na jednego mieszkańca danego kraju, któremu towarzyszą głębokie zmiany struktury gospodarki”<sup>11</sup>. Podkreślenie zmian strukturalnych jako elementu odróżniającego rozwój od wzrostu jest obecne również w innych definicjach. Według Y. Godo i Y. Hayami rozwój gospodarczy to proces obejmujący ilościową ekspansję określaną jako wzrost gospodarczy, a także zmiany czynników jakościowych, takich jak instytucje, organizacje i systemy kulturowe. Analiza rozwoju gospodarczego powinna więc obejmować nie tylko analizę wzrostu, lecz również współzależności między czynnikami instytucjonalnymi i kulturowymi oraz życiem gospodarczym<sup>12</sup>.

Na odmienne znaczenie wzrostu i rozwoju gospodarczego wskazują od lat polscy ekonomiści. K. Secomski zdefiniował rozwój gospodarczy jako „proces zmian (...) dotyczący przede wszystkim przekształceń jakościowo-strukturalnych w rozbudowie gospodarki narodowej, (...) zapewniających odpowiedni wzrost produkcji i konsumpcji, jak też (...)

---

<sup>9</sup>R. Piasecki, *Ekonomia rozwoju*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s.14.

<sup>10</sup>Według P. Małeckiego innym dowodem na możliwość rozwoju bez wzrostu są wyniki badań antropologów, którzy twierdzą, że ludy pierwotne charakteryzowały się wysokim poziomem organizacji społecznej i żyły w zgodzie z otaczającym środowiskiem. Mimo niemal całkowitego braku wzrostu niewykluczone, że ludzie ci mieli lepsze perspektywy rozwoju duchowego i emocjonalnego niż współcześni. Zob. P. Małecki, *Teoretyczne aspekty zagadnienia wzrostu gospodarczego i rozwoju*, [w:] S. Miklaszewski (red.), *Kraje rozwijające się w światowym systemie gospodarczym*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 17-18.

<sup>11</sup>G. Bannock, R.E. Baxter, *The Penguin Dictionary of Economics*, Penguin Books, London 2004, s. 118.

<sup>12</sup>Y. Godo, Y. Hayami, op. cit., s. 4.

zmiany stosunków społecznych”<sup>13</sup>. Należy podkreślić pionierski charakter tej definicji, ponieważ została zamieszczona w publikacji z 1970 r., kiedy taki sposób rozumienia rozwoju gospodarczego nie był jeszcze powszechny w światowej literaturze ekonomicznej.

We współczesnej polskiej literaturze naukowej można napotkać zbliżone wyjaśnienia pojęcia rozwoju gospodarczego. W. Bieńkowski i J.W. Bossak stwierdzają, że proces rozwoju jest złożony i obejmuje stopniowe przekształcenia m.in. otoczenia instytucjonalnego, zdolności społeczeństwa do popierania nowszych rozwiązań, zmiany zasad konkurencyjności i kooperacji gospodarczej<sup>14</sup>. Według A. Bąkiewicz rozwój gospodarczy to kreacja sprawnego systemu alokacji zasobów, którego celem jest pełniejsze zaspokojenie potrzeb ludzkich, bez ograniczania przyszłych możliwości produkcyjnych<sup>15</sup>. Wielowymiarowość rozwoju gospodarczego akcentuje także Z. Kozak<sup>16</sup>. Według tej autorki rozwój obejmuje reorganizację i reorientację całego systemu ekonomicznego i społecznego, czyli obok zmian w dochodzie narodowym i produkcji zawiera w sobie zmiany instytucjonalne, społeczne i typów zachowań (ewolucję nawyków i przekonań).

Interesujące i dość odmienne podejścia do kwestii rozwoju gospodarczego prezentują dwaj znani polscy ekonomiści – L. Balcerowicz i G.W. Kołodko. L. Balcerowicz zdefiniował rozwój gospodarczy jako systematyczną, długofalową i masową poprawę materialnych warunków życia, czyli głównie warunków sfery konsumpcji<sup>17</sup>. Proponuje także drugą definicję, zgodnie z którą rozwój to proces systematycznego wzrostu produktywności pracy i (jeśli rośnie podaż pracy) zwiększania liczby produktywnych miejsc pracy. Analizując procesy rozwojowe przy wykorzystaniu jednej z dwóch powyższych definicji, należy uwzględnić uwarunkowania społeczne i instytucjonalne.

Przed przedstawieniem koncepcji G.W. Kołodki należy podkreślić, że autor ten rozszerza zakres terminu rozwój, definiując nie rozwój gospodarczy, ale społeczno-gospodarczy. Pojęcie to jest szersze i wywodzi się w znacznym stopniu z socjologii, gdzie termin rozwój społeczny pojawił się już w XIX w. Według G.W. Kołodki rozwój ten wyraża się „ruchem w górę całego systemu społeczno-ekonomicznego”<sup>18</sup>. Punktem wyjścia w wyjaśnianiu istoty rozwoju społeczno-gospodarczego powinno być określenie znaczenia

---

<sup>13</sup>K. Secomski, *Elementy polityki ekonomicznej*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1970, s. 74.

<sup>14</sup>W. Bieńkowski, J.W. Bossak, *Międzynarodowa zdolność konkurencyjna kraju i przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004, s. 65-66.

<sup>15</sup>A. Bąkiewicz, *Zróżnicowanie poziomu rozwoju gospodarczego na świecie*, [w:] A. Bąkiewicz, U. Żuławska (red.), op. cit., s. 90.

<sup>16</sup>Z. Kozak, *Ekonomia zacofania i rozwoju*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2001, s.17.

<sup>17</sup>L. Balcerowicz, *Wolność i rozwój: ekonomia wolnego rynku*, Wydawnictwo Znak, Kraków 1995, s. 51.

<sup>18</sup>G.W. Kołodko, *Wędrujący Świat*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2008, s. 256-265.



terminu wzrost gospodarczy. Podobnie jak wymienieni wcześniej ekonomiści G.W. Kołodko twierdzi, że wzrost gospodarczy oznacza „zwiększanie się wartości produkcji – sumy wytwarzanych dóbr i świadczonych usług – na ścieżce czasu”. Rozwój jest zdecydowanie bardziej skomplikowanym procesem, który dokonuje się poprzez zmiany ilościowe oraz jakościowe w wielu sferach m.in. produkcji i podziału, konsumpcji i inwestycji, stosowanych technik i technologii produkcji, kultury, stosunków społecznych i stanu środowiska naturalnego.

Warta przytoczenia jest także koncepcja rozwoju społeczno-gospodarczego w ujęciu laureata nagrody im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii, A.K. Sena. Zdaniem tego ekonomisty konieczne jest szerokie podejście do istoty rozwoju, ponieważ jest to proces poszerzania sfery realnych wolności dostępnych dla ludzi, takich jak wolność osobista, wolność ekonomiczna, wolność społeczna i polityczna, a jednocześnie zapewnienia pełnej przejrzystości działania<sup>19</sup>.

Szerokie pojmowanie rozwoju społeczno-gospodarczego jest obecne również w katolickiej nauce społecznej. W tekstach Kościoła Katolickiego rozwój jest pojmowany personalistycznie – jego celem i źródłem jest człowiek, byt osobowy<sup>20</sup>. Właściwy rozwój społeczeństwa polega na coraz lepszym spełnianiu przez nie funkcji, których celem jest rozwój człowieka. Kluczowe aspekty tego procesu to integralność (obejmowanie wszystkich wymiarów egzystencji człowieka, w tym ekonomicznego, społecznego, kulturowego i duchowego) oraz solidarność (postulat solidarnego rozwoju i rzeczywistej współpracy międzynarodowej). Problematyka rozwoju pojawia się też w encyklikach Jana Pawła II, który podobnie jak A.K. Sen kładł w swoich tekstach duży nacisk na kontekst ludzki rozwoju<sup>21</sup>.

Przedstawione powyżej koncepcje wzrostu i rozwoju gospodarczego ukazują, jak zróżnicowane jest podejście ekonomistów do kwestii stanowiących fundament nauk ekonomicznych. Skutkuje to znacznymi problemami nie tylko w prowadzeniu badań naukowych, ale także w praktyce gospodarczej, przede wszystkim przy formułowaniu celów prowadzonej polityki w skali regionów, krajów i całego globu.

W związku z opisanymi różnicami pomiędzy wzrostem i rozwojem w niniejszej pracy będą one analizowane oddzielnie. Analiza wzrostu gospodarczego będzie koncentrować się na poziomie zatrudnienia, produktywności pracy i najważniejszych czynnikach wzrostu produkcji. Z kolei analiza rozwoju gospodarczego to badania nad zmianami strukturalnymi w

---

<sup>19</sup>A.K. Sen, *Development as Freedom*, Oxford University Press, Oxford 1999, s. 3.

<sup>20</sup>W. Piwowarski (red.), *Słownik katolickiej nauki społecznej*, Instytut Wydawniczy PAX, Warszawa 1993, s. 210.

<sup>21</sup>Jan Paweł II, *Centesimus Annus*, Wydawnictwo Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego, Lublin 1998, s. 34.

sferze produkcji i konsumpcji, zmianami warunków życia i systemów edukacji oraz ochrony zdrowia. Zgodnie z ujęciem obecnym w literaturze badanie tego typu powinno przynieść odpowiedź na pytanie, kiedy, dlaczego i jak zachodzą te procesy i czy powodują one, że dana gospodarka zbliża się do własnej granicy możliwości produkcyjnych<sup>22</sup>.

W dalszej części tekstu wykorzystywane będą w wielu kontekstach obydwie pojęcia, stąd konieczne jest ustalenie, co będzie rozumiane pod tymi terminami. Według autora rozprawy, najodpowiedniejszym wyjaśnieniem wzrostu gospodarczego jest określenie go jako wzrost produkcji narodowej na jednego mieszkańca w danym kraju lub na danym obszarze w pewnym okresie, przejawiający się zwiększaniem ilościowych zmiennych ekonomicznych. Znacznie trudniej wybrać jedno podejście do konceptualizacji rozwoju gospodarczego (lub szerzej także społecznego). Autor przyjął, że rozwój jest procesem wielowymiarowym, a wzrost jest jego niezbędnym warunkiem. Punktem wyjścia analizy rozwoju będzie więc gruntowne zbadanie zmian ilościowych. Dalsze aspekty rozwoju są często niemierzalne i pojmowane subiektywnie. Zostaną przeanalizowane przede wszystkim te elementy przedstawionych wcześniej koncepcji, które są odpowiednio zbadane i akceptowane przez środowisko naukowe, a także co do których dysponuje się wystarczającymi danymi.

### **1.1.2. Mierniki wzrostu i rozwoju gospodarczego<sup>23</sup>**

Dokonanie podziału świata na kraje słabo i wysoko rozwinięte jest niemożliwe, jeśli nie określi się miar procesów wzrostu i rozwoju gospodarczego. Wyróżnia się dwa podejścia do pomiaru rozwoju. Pierwsze z nich polega na kwantyfikacji rozwoju za pomocą wielkości i dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto. W ten sposób sprowadza się jednak rozwój gospodarczy wyłącznie do aspektów ilościowych, a przedstawione wcześniej definicje rozwoju wskazują na to, że obejmuje także przemiany o charakterze jakościowym. Dlatego w latach 90. XX w. i na początku XXI w. stopniowo zaczęto uwzględniać różne aspekty życia, nie jedynie te związane z obiegiem gospodarczym. Konieczne jest stosowanie wielowymiarowych mierników, obejmujących czynniki ekonomiczne, społeczne, polityczne, demograficzne, ekologiczne i kulturowe.

Podstawowymi i stosowanymi od wielu lat miernikami poziomu zaawansowania gospodarki są produkt krajowy brutto (PKB), produkt narodowy brutto (PNB) oraz dochód

---

<sup>22</sup>D. Acemoglu, *Introduction to Modern Economic Growth*, Princeton University Press, Princeton 2008, s. 777-780.

<sup>23</sup>Choć są to odrębne pojęcia, w dalszej części pracy terminy „miernik” i „wskaźnik” traktowane będą jako synonimy, podobnie jak w większości innych opracowań dotyczących omawianego tematu.

narodowy (DN). Roczne tempo przyrostu tych wskaźników odzwierciedla zmiany potencjału gospodarki, a więc jego wzrost, spadek lub stabilizację. Ich wysokość jest całościowym miernikiem poziomu zaawansowania gospodarczego. Należy przy tym pamiętać, że przy ocenie rzeczywistych różnic między poszczególnymi krajami lub regionami najważniejszym rozwiązaniem jest dzielenie tych wielkości przez liczbę ludności i używanie mierników w przeliczeniu na jednego mieszkańca (per capita).

PKB jest sumą dóbr finalnych wytworzonych przez czynniki wytwórcze umiejscowione na obszarze danego kraju, których właścicielami są podmioty krajowe i zagraniczne<sup>24</sup>. Składnikami PKB nie są dobra używane, przykładowo odsprzedawane samochody, ponieważ zostały one już wliczone do jego wartości w latach poprzednich<sup>25</sup>.

PKB może być obliczane na kilka sposobów, zgodnych z Standardowym Systemem Rachunków Narodowych wprowadzającym jednolite standardy prezentowania podstawowych danych statystycznych<sup>26</sup>. W ujęciu wydatkowym PKB jest sumą następujących zmiennych: wydatków konsumpcyjnych społeczeństwa, inwestycji prywatnych, dóbr i usług nabywanych przez rząd oraz eksportu netto, rozumianego jako różnica pomiędzy eksportem i importem. Zgodnie z ujęciem kosztowym dochód narodowy jest sumą wynagrodzeń otrzymanych w danym okresie przez właścicieli czynników produkcji w formie płac pracowników, zysków przedsiębiorstw, rent i dywidend. PKB w tym ujęciu nie obejmuje płatności transferowych. Trzecie podejście wynika bezpośrednio z definicji PKB. Polega na pomiarze wartości dodanej wytworzonej we wszystkich sektorach gospodarki. Dzięki takiemu sposobowi mierzenia możliwe jest stwierdzenie, które sektory mają największy udział w wytwarzaniu PKB. Najczęściej dokonywany jest podział na rolnictwo, przemysł i usługi.

W hipotetycznej sytuacji, w której możliwy byłby pełny dostęp do informacji o gospodarce, wartość PKB danego kraju powinna być identyczna, niezależnie od przyjętego podejścia. Jednak w rzeczywistości można zaobserwować rozbieżności wynikające z niedoskonałych systemów gromadzenia informacji, różnic w deklarowanych terminach transakcji oraz celowych działań uczestników życia gospodarczego (zazwyczaj z zamiarem uniknięcia danin publicznych). Różnice najczęściej wynoszą ok. 1-2% PKB<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 90.

<sup>25</sup>J. Telep, *Elementy ekonomii rozwoju*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Cła i Logistyki, Warszawa 2010, s. 65.

<sup>26</sup>R. Stutely, *Guide to Economic Indicators: Making Sense of Economics*, The Economist Newspaper Ltd., London 2007, s. 2-5.

<sup>27</sup>Ibid., s. 8.

Pozostałe dwa mierniki, PNB i DN, są modyfikacją podstawowego miernika, czyli PKB<sup>28</sup>. PNB to suma dóbr finalnych wytworzonych przez krajowe podmioty, niezależnie od tego, gdzie zlokalizowane są aktywa produkcyjne. PNB można tym samym uzyskać poprzez uzupełnienie wielkości PKB o dochody netto czynników produkcji ulokowanych za granicą. Gdy PNB zmniejszy się o wartość zużycia produkcyjnego kapitału trwałego, otrzyma się DN (nazywany też Produktem Narodowym Netto – PNN). DN informuje o ilości pieniędzy w gospodarce dostępnych do wydania na dobra i usługi, przy zapewnieniu jednocześnie wystarczających środków na sfinansowanie amortyzacji i zachowanie istniejącego zasobu kapitału na dotychczasowym poziomie.

Opisane powyżej wskaźniki podlegają licznym modyfikacjom. Gdy dokonywana jest analiza w ujęciu dynamicznym (zmian potencjału gospodarczego) konieczne jest odróżnienie wskaźników nominalnych i realnych<sup>29</sup>. Mierniki nominalne wyrażone są w jednostkach pieniężnych w cenach bieżących. Aby uzyskać wskaźniki realne należy skorygować wartości nominalne o wpływ zmian ogólnego poziomu cen (procesów inflacyjnych). Realne PKB, PNB i DN mierzą wartość produkcji w cenach stałych, uzyskiwanych poprzez obliczenie wartości bieżącej produkcji w cenach z wybranego momentu (roku bazowego).

Kolejna modyfikacja związana jest z używaniem wymienionych wskaźników w kontekście międzynarodowym. Krajowe urzędy statystyczne podają zwykle dane wyrażone w walutach miejscowych, stąd niezbędne jest przeliczenie wskaźników z uwzględnieniem rynkowych kursów walut, które jednak rzadko odzwierciedlają realne relacje cen krajowych i zagranicznych. Z tego powodu lepszym rozwiązaniem jest stosowanie parytetu siły nabywczej (ang. *purchasing power parity* – PPP)<sup>30</sup>. Przeliczenie to umożliwi oczyszczenie danych z wpływu zróżnicowania siły nabywczej pieniądza. Wskaźniki publikowane przez ONZ są obliczane na podstawie cen od 400 do 700 dóbr, podzielonych na 150 kategorii<sup>31</sup>. PPP pozwala określić prawdziwą pozycję danego kraju w światowej gospodarce. Z reguły w krajach najmniej zaawansowanych gospodarczo PKB jest wyższe przy obliczaniu z uwzględnieniem PPP, co wynika z większej wartości nabywczej dolara amerykańskiego w stosunku do wynikającej ze standardowego pomiaru. W krajach najwyżej rozwiniętych sytuacja jest odwrotna. Poważną wadą metody PPP jest znacząca niedokładność szacunków, które są jedynie przybliżeniami obliczonymi przez międzynarodowe instytucje gospodarcze.

---

<sup>28</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 90.

<sup>29</sup>K.A. Nawrot, *Determinanty rozwoju gospodarczego państw ASEAN*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008, s. 40.

<sup>30</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 92.

<sup>31</sup>R. Bartkowiak, *Ekonomia rozwoju*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011, s. 9.

Mimo dużej popularności PKB i pochodnych wskaźników, nie tylko w piśmiennictwie naukowym, ale również w mediach, polityce czy w instytucjach finansowych, są one obarczone fundamentalnymi wadami, wynikającymi zarówno ze sposobu liczenia, jak i koncepcji wzrostu i rozwoju gospodarczego stanowiących ich teoretyczną podstawę. Poniżej przedstawiono najważniejsze wady PKB jako miernika wzrostu lub rozwoju gospodarczego:

- dane wykorzystywane do obliczenia PKB są agregowane na wysokim szczeblu<sup>32</sup>; szczególnie trudne jest zbieranie i przetwarzanie informacji z sektora najmniejszych przedsiębiorstw, gdzie wciąż powstają nowe podmioty, a niektóre z dotychczasowych upadają<sup>33</sup>,
- w krajach słabo rozwiniętych sprawność służb statystycznych jest niska, brak także najczęściej tradycji przeprowadzania kompleksowych spisów statystycznych, a niejednokrotnie z powodu konfliktów przez lata nie gromadzi się danych statystycznych lub są one szacowane z niskim poziomem wiarygodności<sup>34</sup>,
- do wartości PKB wliczana jest produkcja dóbr i usług niezwiększających poziomu życia społeczeństwa (np. wytwarzanie broni) oraz nieuwzględniany jest odmienny wpływ poszczególnych sektorów na stan środowiska naturalnego<sup>35</sup> – degradacja środowiska obniża jakość życia obecnych mieszkańców kraju oraz zmniejsza przyszły potencjał produkcyjny,
- w obliczeniach pomijana jest produkcja nierejestrowana; do pewnego stopnia obejmuje ona działalność prowadzoną legalnie w ramach gospodarki naturalnej (na własne potrzeby), część przedsiębiorców jednak celowo nie informuje o całości swoich transakcji, chcąc zmniejszyć lub wręcz uniknąć obciążeń podatkowych („szara” oraz „czarna strefa”),
- wskaźnik PKB pomija dysproporcje w podziale dochodów w społeczeństwie, możliwa jest więc sytuacja, w której poprawia się położenie jedynie niewielkiego odsetka ludności, a pozostała część mieszkańców żyje na tym samym lub niższym poziomie<sup>36</sup>,
- pomijanych lub niedostatecznie ujmowanych jest kilka innych elementów, mających znaczenie dla jakości życia, przede wszystkim czas wolny, usługi publiczne i zmiany jakości<sup>37</sup>,
- nie zawsze duża wartość PKB oznacza automatycznie, że dany kraj ma rozwiniętą strukturę gospodarki, a poziom życia ludności jest wysoki – często przytaczanym

---

<sup>32</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 91.

<sup>33</sup>R. Stutely, op. cit., s. 8.

<sup>34</sup>P. Deszczyński, *Konceptualne podstawy pomocy rozwojowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011, s. 56.

<sup>35</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 91.

<sup>36</sup>K.A. Nawrot, op. cit., s. 47.

<sup>37</sup>R. Piasecki, *Ekonomia rozwoju*, op. cit., s.77.

potwierdzeniem braku takich zależności jest położenie krajów specjalizujących się w wydobywaniu i eksporcie surowców, gdzie wzrost PKB może być wynikiem chwilowego wzrostu popytu na surowce na światowych rynkach i zwiększenia przychodów z ich sprzedaży; gdy koniunktura się pogarsza, wzrost PKB gwałtownie hamuje.

Innego rodzaju argumenty przeciwko wykorzystywaniu PKB opisuje J.H. de Soto<sup>38</sup>. Zdaniem tego autora dane liczbowe dotyczące PKB ukrywają wieloetapowość procesu produkcji, a użyte w nazwie wskaźnika słowo „brutto” nie odpowiada prawdzie. PKB nie odzwierciedla bowiem całkowitych wydatków pieniężnych brutto na wszystkich etapach produkcji i we wszystkich sektorach gospodarki, a jedynie produkcję dóbr i usług dostarczanych użytkownikom końcowym. J.H. de Soto odrzuca powszechny argument na rzecz PKB, mówiący o unikaniu problemu „podwójnego liczenia”, stwierdzając, że jest on oparty na wąskim księgowym pojęciu, mającym zastosowanie jedynie dla pojedynczych przedsiębiorstw, a eliminowanie etapów pośrednich pomija wymiar czasowy produkcji.

PKB nie jest doskonałym wskaźnikiem poziomu zaawansowania społeczno-gospodarczego, ale mimo przedstawionych powyżej wad pozostaje jednym z najistotniejszych mierników stanu gospodarki – przetrwanie gatunku ludzkiego w przyrodzie zależy od umiejętności wyprodukowania odpowiedniej ilości dóbr i usług<sup>39</sup>. PKB, PNB i DN są najlepszymi dostępnymi miernikami wzrostu gospodarczego w ujęciu statycznym (poziom) i dynamicznym (tempo). Jednak produkcja i dochód narodowy są jedynie narzędziami zaspokojenia pewnych potrzeb ludzkich. Bardziej kompleksowe pojmowanie rozwoju gospodarczego w stosunku do wzrostu sprawia, że konieczne jest zastosowanie innych wskaźników.

Pierwszym z grup mierników rozwoju są odmienne struktury produkcji. Z wieloletnich obserwacji wynika, że wzrostowi produkcji towarzyszą przeobrażenia struktury wytwarzania PKB i zatrudnienia. Do grupy krajów słabo rozwiniętych można zaliczyć kraje rolnicze. Wraz z przemianami gospodarki zwiększa się znaczenie sektora przemysłowego i usługowego. Niekiedy w przeszłości proces industrializacji utożsamiano wręcz z rozwojem gospodarczym. Stosowanie struktury produkcji jako miernika poziomu rozwoju gospodarczego jest obarczone kilkoma wadami:

- wzrost roli przemysłu nie jest jednoznaczny z poprawą jakości życia społeczeństwa, czego dowodem było położenie ludności krajach komunistycznych,

---

<sup>38</sup>J.H. de Soto, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009, s. 230-235, 316-317.

<sup>39</sup>R. Bartkowiak, *Rozwój myśli ekonomicznej*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011, s. 10-11.

- niektóre kraje ze znaczącym udziałem usług w wytwarzaniu PKB opierają się na usługach o niskiej wydajności (handel detaliczny, turystyka itd.) – błędne jest porównywanie ich z państwami z wysoko zaawansowanym sektorem usług,
- w wyniku zachodzących od kilkadziesiąt lat procesów deindustrializacji w krajach najbardziej zaawansowanych gospodarczo rola przemysłu jest niewielka<sup>40</sup>.

Kolejnym miernikiem poziomu rozwoju może być efektywność wykorzystania zasobów. Jeśli przyjmie się, że proces rozwoju gospodarczego jest ściśle związany z nabywaniem przez ludzi umiejętności coraz lepszego (bardziej efektywnego) wykorzystania dostępnych zasobów, to możliwe jest porównywanie sytuacji gospodarek na podstawie wydajności produkcji. Poprawa techniki produkcji, wzrost zasobu kapitału oraz lepsza organizacja pracy oznaczają wyższą efektywność, czyli wzrost wartości produktu przypadającego na jednego zatrudnionego (najczęściej stosowanym wskaźnikiem jest wydajność produkcji rolnej)<sup>41</sup>.

Poza strukturą gospodarki i efektywnością produkcji warto również wspomnieć o innym mierniku – stopniu koncentracji eksportu. Kraje z wysoką specjalizacją eksportu (zwłaszcza z dużym udziałem surowców) są uważane za słabiej rozwinięte. Z tego powodu, jednym z wskaźników poziomu rozwoju może być indeks koncentracji eksportu (IKE). Indeks ten wynosi 0, gdy dany kraj ma nieskończenie wiele produktów w strukturze eksportu, a 1, kiedy cały eksport składa się wyłącznie z jednego produktu. Analizując różne grupy krajów, można zauważyć, że IKE ma wysoką wartość np. w krajach afrykańskich i niektórych południowoamerykańskich, a niską w Europie i Ameryce Północnej. Pewne trudności może sprawiać fakt, że IKE w krajach zaliczanych do tej samej grupy (na podstawie innych kryteriów) przybiera bardzo zróżnicowane wartości. Dobrym przykładem jest sytuacja Wenezueli i Brazylii. W obydwu krajach PKB per capita i inne wskaźniki wzrostu oraz rozwoju są na zbliżonym poziomie, podczas gdy IKE w Wenezueli w 2006 r. wynosił 0,911, a w Brazylii 0,092<sup>42</sup>.

Wśród mierników z drugiej grupy największą popularność wśród ekonomistów zdobył wskaźnik rozwoju społecznego lub ludzkiego (ang. Human Development Index – HDI), wprowadzony przez Program Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju (ang. United Nations Development Programme – UNDP) w 1990 r. (w raportach UNDP zaczął być

---

<sup>40</sup>M. Gillis (red.), *Economics of Development*, Norton & Co., New York 2001, s. 544-567.

<sup>41</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 100.

<sup>42</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 102.

wykorzystywany szerzej od 1993 r.)<sup>43</sup>. Dużą rolę w przygotowaniu i promocji HDI odegrał A.K. Sen<sup>44</sup>.

Wskaźnik HDI oparty jest na szerokim pojmowaniu procesu rozwoju (odpowiadającemu raczej koncepcji rozwoju społeczno-gospodarczego niż wyłącznie gospodarczego) i uwzględnia trzy aspekty: długie i zdrowe życie, wiedzę i godziwy standard życia (wymiar ekonomiczny – rzeczywista siła nabywcza uzyskiwanego dochodu per capita)<sup>45</sup>. Jest tym samym „zagregowanym miernikiem poziomu życia w danym kraju jako docelowego efektu rozwoju społeczno-gospodarczego”<sup>46</sup>. Metodologia obliczania wartości HDI nie jest skomplikowana, ale oparto ją na wielu uproszczeniach i założeniach, kwestionowanych przez niektórych ekonomistów.

Trzy indeksy cząstkowe HDI to indeks przewidywanej długości życia, indeks edukacji oraz indeks PNB<sup>47</sup>. Wskaźniki cząstkowe otrzymują wartości w przedziale od 0 do 1, obliczane na podstawie następującego wzoru, w którym wartości minimalne odnoszą się założeń przyjętych dla całego świata (poziom minimalnej egzystencji), a maksymalne są najwyższymi wartościami zaobserwowanymi dla wszystkich krajów od 1980 r.:

$$(1) \text{ wskaźnik cząstkowy HDI} = \frac{\text{wartość rzeczywista dla danego kraju} - \text{wartość minimalna}}{\text{wartość maksymalna} - \text{wartość minimalna}}$$

Obliczanie indeksu PKB jest nieco odmienne – stosuje się wielkości logarytmiczne dla poszczególnych wartości dochodów, przeliczane na dolary amerykańskie, zgodnie z PPP. Wskaźnik HDI obliczany jest jako średnia geometryczna trzech wskaźników cząstkowych i przyjmuje wartości między 0 i 1. W hipotetycznym kraju o najwyższym możliwym poziomie rozwoju HDI wynosiłby 1, a w kraju najsłabiej rozwiniętym 0.

Indeks przewidywanej długości życia ma w założeniu oddawać stan zdrowia obywateli danego kraju. Zakłada się, że wraz z poprawą jakości opieki zdrowotnej, mieszkańcy żyją dłużej, stąd stosuje się wskaźnik przeciętnego dalszego trwania życia. Przyjęta wartość maksymalna to 83,6 (w 2013 r.), a minimalna 25.

Wymiar wiedzy przez twórców wskaźnika postrzegany jest w dwojaki sposób – poprzez średni czas trwania edukacji (liczba lat spędzonych w szkołach przez osoby w wieku minimum 25 lat) i oczekiwany czas trwania edukacji (prognozowana liczba lat spędzonych w szkole przez dzieci w wieku 5 lat). Indeks edukacji obliczany jest zgodnie ze wzorem (1),

<sup>43</sup>K.A. Nawrot, op. cit., s. 49.

<sup>44</sup>G.W. Kołodko, *Wędrujący Świat*, op. cit., s. 172.

<sup>45</sup>*Human Development Report 2013: The Rise of the South. Technical Notes*, United Nations Development Programme, New York 2013, s. 1.

<sup>46</sup>A. Bąkiewicz, op. cit., s. 102.

<sup>47</sup>Metodologia obliczania HDI na podstawie: *Human Development Report 2013: The Rise of the South. Technical Notes*, op. cit., s. 1-2.



przy czym wartość rzeczywista to średnia geometryczna wartości indeksu dla dwóch wspomnianych wskaźników, wartość minimalna 0, a wartość maksymalna 0,971 (w 2013 r.).

We wskaźniku HDI uwzględniono także wymiar ekonomiczny poprzez włączenie indeksu PNB, oczyszczonego z wpływu różnic w poziomach cen. Indeks ten ma odzwierciedlać standard życia traktowany jako funkcja poziomu produkcji i konsumpcji. Ma też na celu zastępcze uwzględnienie wszystkich pozostałych wymiarów rozwoju, niewłączonych do dwóch wcześniejszych indeksów cząstkowych. Zakładana maksymalna wartość PKB per capita w 2013 r. to 87 tys. USD (zgodnie z PPP), a minimalna 100 USD.

Zaletą HDI w stosunku do przedstawionych wcześniej wskaźników jest to, że ujmuje większą liczbę kryteriów, a tym samym jest bardziej wiarygodny przy ocenie sytuacji danego kraju. Z drugiej strony, uwzględnia jedynie pewne, wybrane czynniki decydujące o jakości życia. Przykładowo, system oświaty opisany jest jedynie poprzez wskaźnik czasu trwania edukacji, pomija się za to jakościowe aspekty dostępnych szkół<sup>48</sup>. Inne ważne kwestie niebrane pod uwagę w obliczeniach to śmiertelność noworodków, zakres wolności politycznych oraz dysproporcje w podziale dochodu między grupami ludności i regionami<sup>49</sup>.

Istotną kwestią w analizie zróżnicowania poziomów rozwoju krajów są nierówności w podziale dochodu. Najważniejszym ze wskaźników wykorzystywanych do ich analizy jest współczynnik Giniego, związany ściśle z krzywą koncentracji Lorenza, która ilustruje zależność między skumulowanym procentem dochodu a skumulowanym procentem gospodarstw domowych w kolejnych grupach dochodowych<sup>50</sup>. Pokazuje więc, jaki procent całkowitego dochodu otrzymuje każdy kolejny odsetek gospodarstw domowych. Współczynnik Giniego może być obliczony arytmetycznie lub na podstawie wykresu krzywej Lorenza, jego wartość wyrażona jest w ułamkach dziesiętnych, w przedziale od 0 do 1<sup>51</sup>. Zerowa wartość oznacza całkowitą równość w podziale dochodów (każda jednostka otrzymuje jednakowe wynagrodzenie), a wartość równa jedności charakteryzuje społeczeństwo, w którym jedna osoba dysponuje wszystkimi dochodami. Są to wartości skrajne, możliwe jedynie teoretycznie, w praktyce obserwuje się zazwyczaj wartości współczynnika między ok. 0,2 i 0,7<sup>52</sup>.

---

<sup>48</sup>J. Telep, op. cit., s. 70.

<sup>49</sup>K.A. Nawrot, op. cit., s. 51.

<sup>50</sup>G.W. Kołodko, *Wędrujący Świat*, op. cit., s. 144-146.

<sup>51</sup>K.A. Nawrot, op. cit., s. 55-56.

<sup>52</sup>G.W. Kołodko, *Wędrujący Świat*, op. cit., s. 145.

Współczynnik Giniego, jest, według G.W. Kołodki, obwarowany kilkoma dość poważnymi ograniczeniami<sup>53</sup>: brakiem aktualnych danych (zwłaszcza dla krajów uboższych) i różnicami w uwzględnianiu w kalkulacji niepieniężnych form uzyskiwanych dóbr i usług (np. bezpłatnej edukacji lub służby zdrowia). Innym poważnym problemem przy interpretacji jest to, że odzwierciedla jedynie rozkład dochodów, a nie majątku. Mimo że w teorii w długim okresie wartość majątków jest funkcją wartości dochodów, to w praktyce różnice między nimi mogą być znaczące. Przykładem jest Szwecja – jeden z krajów z najrówniejszym podziałem dochodów, zgodnie z współczynnikiem Giniego wynoszącym w 2000 r. 0,25, gdzie 5% populacji posiadało ponad 75% całości majątku kraju<sup>54</sup>.

## **1.2. Kraje słabo rozwinięte – ogólna charakterystyka**

### **1.2.1. Wybrane definicje krajów na niższym poziomie rozwoju**

Fundamentalną kwestią jest zdefiniowanie pojęcia „kraje słabo rozwinięte” oraz relacji między tym określeniem a terminami pokrewnymi. Do literatury ekonomicznej przez lata wprowadzano kolejne określenia dotyczące zbliżonej grupy państw, takie jak „kraje Trzeciego Świata”, „kraje słabo rozwinięte”, „kraje rozwijające się”, „kraje zacofane”, „kraje o niskim poziomie rozwoju”, „kraje niezaangażowane”, „kraje tropikalne”, „kraje Południa” i wiele innych. Do dzisiaj jednak żadne z tych określeń nie zostało powszechnie zaakceptowane w środowisku naukowym i trwają spory o ich znaczenie, podejmowane z perspektywy badawczej, ale również ideologicznej.

Najważniejsze określenia zostaną przedstawione na podstawie klasyfikacji P. Deszczyńskiego, który dokonał podziału stosowanych pojęć według czterech kryteriów: geograficznego, historycznego, politycznego oraz ekonomicznego (zob. tabela 1.1).

Zgodnie z kryterium geograficznym, kraje najuboższe nazywa się „krajami tropikalnymi” lub „krajami Południa”. Takie podejście jest związane z próbą wyjaśnienia zacofania gospodarczego tych państw za pomocą czynników klimatycznych. Krajem tropikalnym jest jednak także np. Australia, czyli kraj jednoznacznie zaliczany do najwyżej rozwiniętych. Pominięte są zaś kraje leżące poza tą strefą klimatyczną, a które należy zaliczać do najslabiej rozwiniętych (np. Afganistan). Zbliżony podział świata na bogatą Północ i

---

<sup>53</sup>Ibid., s. 145-147.

<sup>54</sup>Ibid.

ubogie Południe został pierwszy raz opisany w raporcie tzw. Komisji Brandta z 1980 r., zawierającym wizualizację z linią graniczną między tymi dwoma obszarami (linia Brandta)<sup>55</sup>.

**Tabela 1.1. Kraje słabo rozwinięte i określenia pokrewne – kryteria klasyfikacji i stosowane pojęcia**

Nazwa kryterium	Stosowane pojęcia
geograficzne	kraje tropikalne
	kraje Południa
historyczne	kraje (post)kolonialne
polityczne	kraje Trzeciego Świata
	kraje niezaangażowane
	kraje Grupy 77
polityczno-ekonomiczne	kraje rozwijające się
ekonomiczne	kraje słabo rozwinięte (KSR)
	kraje zacofane
	kraje o niskim poziomie rozwoju

Zródło: Opracowanie własne na podst.: P. Deszczyński, *Konceptualne podstawy*, op. cit., s. 40-56.

Posługując się kryterium historycznym, w piśmiennictwie naukowym posługiwano się terminami „kraje kolonialne” (początkowo) i „kraje postkolonialne” (później). Przyjmowano, że czynniki historyczne miały istotny wpływ na sytuację gospodarczą najbardziej zacofanych krajów, co wynikało m.in. z opóźnienia rozwoju gospodarczego poprzez zakłócenie i ukierunkowanie procesów gospodarczych pod kątem zaspokajania potrzeb krajów rządzących. Taki sposób gospodarczego podziału świata jest obarczony dwiema poważnymi wadami<sup>56</sup>. Po pierwsze, nie wszystkie dawne kolonie są dziś krajami ubogimi – najlepszym dowodem na to są Stany Zjednoczone, Australia czy Kanada, a po drugie, jest dość liczna grupa krajów ubogich, które nigdy nie były koloniami (np. Afganistan, Liberia lub Nepal).

Podział globalnego systemu politycznego i gospodarczego na kraje Pierwszego, Drugiego i Trzeciego Świata został opisany po raz pierwszy w artykule francuskiego demografa A. Sauvy’ego opublikowanym w 1952 r.<sup>57</sup> W kolejnych latach przyjmowano, że Pierwszym Światem są państwa kapitalistyczne, z gospodarką rynkową, Drugim Światem nazywano państwa „realnego socjalizmu”, komunistyczne, z gospodarką centralnie

<sup>55</sup> W. Brandt (red.), *North-South: A Programme for Survival*, The MIT Press, Cambridge 1980, s. 10-52.

<sup>56</sup> P. Deszczyński, *Konceptualne podstawy*, op. cit., s. 42-43

<sup>57</sup> A. Sauvy, *Trois mondes, une planète*, „L’Observateur”, 118/1952, s. 14.

planowaną<sup>58</sup>, a kraje Trzeciego Świata zostały określone poprzez zaprzeczenie, tj. zaliczono do nich wszystkie państwa nienależące do dwóch pozostałych, czyli większość państw Afryki, Azji i Ameryki Łacińskiej. Przemiany polityczne i gospodarcze w dawnych krajach komunistycznych sprawiły, że nie można już dzisiaj mówić o Drugim Świecie. Stosuje się nadal pojęcie „kraje Trzeciego Świata”, ale wynika to raczej z jego wieloletniej obecności w publikacjach ekonomicznych. Brak obecnie właściwie różnic między zakresem tego pojęcia, a zakresem terminu „kraje Południa” w ramach dychotomicznego podziału świata.

Kolejnym określeniem według kryterium politycznego są „kraje niezaangażowane” i „kraje Grupy 77”. Chronologicznie wcześniejsza jest koncepcja państw niezaangażowanych, grupy krajów, która w związku z „zimną wojną”, postanowiła pozostać neutralna i próbować wypracować własną strategię rozwojową. Największym osiągnięciem we współpracy tej kategorii państw było uchwalenie przez ONZ w 1974 r. planu Nowego Międzynarodowego Ładu Ekonomicznego, który jednak nie został nigdy w pełni zrealizowany<sup>59</sup>. Wraz z zanikiem bipolarnego podziału świata idea krajów niezaangażowanych stała się bezcelowa.

Jeszcze przed rozpoczęciem walki krajów niezaangażowanych o zmianę światowego ładu ekonomicznego podobne cele stawiała przed sobą powstała w 1964 r. tzw. Grupa 77 (w skrócie G-77, nazwa pochodzi od liczby krajów założycielskich), powołana oficjalnie pisemną deklaracją polityczną, z formalną strukturą<sup>60</sup>. Należy do niej obecnie 131 krajów, a główne cele to dbanie o wspólne interesy gospodarcze krajów ubogich na forum międzynarodowym oraz promowanie wzajemnej współpracy<sup>61</sup>.

Z punktu widzenia tej pracy, w której analizowane będą przede wszystkim aspekty gospodarcze, najważniejsze są terminy oparte na kryterium ekonomicznym. Najczęściej pojawiające się w literaturze określenia to „kraje rozwijające się”, „kraje słabo rozwinięte” oraz (rzadziej) „kraje zacofane”, „kraje o niskim poziomie rozwoju” oraz „kraje nieuprzemysłowione”. W związku z dużą rolą, jaką odgrywają w badaniach naukowych i podejmowaniu decyzji politycznych, pierwsze dwa pojęcia zostaną szczegółowo omówione.

---

<sup>58</sup>Ten podział nie spotkał się z aprobatą władz sowieckich (ze względu na określenie państw komunistycznych jako „drugich”, czyli w domyśle gorszych), stąd naukowcy z tych krajów zmodyfikowali go i nazwali kraje kapitalistyczne Drugim, a komunistyczne Pierwszym Światem. Zob. P. Deszczyński, *Kraje rozwijające się w koncepcjach ekonomicznych SPD. Doktryna i praktyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 19.

<sup>59</sup>M. Szostak, *Ewolucja międzynarodowego ładu ekonomicznego i meandry negocjacji Północ-Południe*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej”, 14/2003, s. 43-67.

<sup>60</sup>P. Deszczyński, *Kraje rozwijające się*, op. cit., s. 20.

<sup>61</sup>[www.g77.org/doc](http://www.g77.org/doc), data dostępu: 24.09.2013.

Termin „kraje rozwijające się” począwszy od 1956 r. został wprowadzony do oficjalnego nazewnictwa ONZ<sup>62</sup>. Powszechnie w środowisku naukowym przyjmuje się, że rozwój jest pojęciem szerszym, jednak ONZ i inne organizacje międzynarodowe stosujące to określenie skoncentrowały się wyłącznie na ilościowych aspektach rozwoju, stawiając znak równości między procesami wzrostu i rozwoju. Co więcej, nazwa ta jest nieprawdziwa również pod innym względem – wiele krajów zaliczanych do tej grupy nie charakteryzuje się dodatnią dynamiką procesów wzrostu, przejawiającą się wzrostem PKB lub PNB per capita.

Zdaniem autora najbardziej odpowiednim określeniem są „kraje słabo rozwinięte” (ang. *less-developed countries*). Formułując nazwę określonej grupy państw w ten sposób można uniknąć wspomnianych wyżej problemów z koniecznie dodatnim kierunkiem zmian gospodarczych oraz optymistycznym charakterem terminu „kraje rozwijające się”<sup>63</sup>. Brakuje jednoznacznej definicji krajów słabo rozwiniętych; propozycja autorska, oparta na publikacjach różnych ekonomistów, jest następująca: kraje słabo rozwinięte to kraje o relatywnie niskim poziomie rozwoju gospodarczego (mierzonym za pomocą różnych wskaźników) w porównaniu z krajami najbardziej zaawansowanymi gospodarczo, takimi jak Stany Zjednoczone, Japonia lub państwa zachodnioeuropejskie. Zgodnie z takim podejściem wszystkie gospodarki świata można zaliczyć do jednej z dwóch grup: krajów słabo rozwiniętych (KSR) lub krajów wysoko rozwiniętych (KWR), z zastrzeżeniem, że podział ten jest dynamiczny i ulega ciągłym zmianom – kraje mogą „przechodzić” z jednego kręgu do drugiego. Mimo że powyższa definicja odnosi się wyłącznie do procesu rozwoju, należy zauważyć, że jest to pojęcie nieostre, w przeciwieństwie do wzrostu gospodarczego. Z tego powodu możliwe jest również wyodrębnianie KSR i KWR na bazie najszerzej dostępnego i najczęściej aktualizowanego wskaźnika, tj. PKB lub PNB per capita z uwzględnieniem parytetu siły nabywczej.

Choć obecnie częściej stosuje się pojęcie „kraje rozwijające się”, to termin KSR był (zamiennie z powszechniejszym dzisiaj określeniem) do przełomu lat 80. i 90. XX w. przyjęty w oficjalnej nomenklaturze Banku Światowego. W najnowszych raportach, eksperci Banku Światowego (zgodnie z szeroko rozumianą poprawnością polityczną) wyraźnie podkreślają, że nazwa KSR nie oznacza jednakowej charakterystyki procesu rozwoju we wszystkich

---

<sup>62</sup>P. Deszczyński, *Kraje rozwijające się*, op. cit., s. 19.

<sup>63</sup>M. Szostak, *Ogólna charakterystyka grupy krajów słabo rozwiniętych (materiały do wykładu Stosunki ekonomiczne państw Unii Europejskiej z krajami słabo rozwiniętymi)*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010, s. 4-10.

państwach, a także nie implikuje osiągnięcia przez inne kraje (w domyśle KWR) preferowanego lub końcowego etapu rozwoju<sup>64</sup>.

Istotną zaletą określenia krajów najmniej zaawansowanych gospodarczo jako KSR i zdefiniowaniu tego pojęcia w powyższy sposób jest to, że oparte jest ono wyłącznie na kryteriach ekonomicznych (z elementami socjologiczno-psychologicznymi wynikającymi z szerokiego pojmowania procesu rozwoju), a nie na deklaracjach politycznych lub czynnikach geograficznych oraz historycznych o spornym znaczeniu. W dalszej części pracy wykorzystywany będzie głównie termin KSR oraz kategorie wyodrębnione z tej grupy na podstawie różnych kryteriów (zostaną one zaprezentowane w kolejnych podrozdziałach).

### **1.2.2. Zróżnicowanie zbiorowości krajów słabo rozwiniętych**

Bank Światowy w swoich publikacjach dokonuje podziału KSR stosując analityczny system klasyfikacji krajów na podstawie początkowo (do 1993 r.) PKB, a następnie PNB per capita<sup>65</sup>. Wszystkie progi PNB per capita ustanowione jako kryteria klasyfikacji utrzymywane są na mniej więcej stałym poziomie w ujęciu realnym, gdzie rok 1987 jest rokiem bazowym. Oznacza to, że co roku muszą być dostosowywane (w praktyce zawsze zwiększane), aby uwzględnić procesy inflacyjne.

Najbiedniejsze kraje świata, z PNB per capita do 1005 USD<sup>66</sup>, określane są mianem „gospodarek o niskim dochodzie” (ang. *low income economies*)<sup>67</sup>. Zalicza się do nich m.in. Afganistan, Burkina Faso, Etiopię, Haiti, Ugandę, łącznie 35 krajów, z których jedynie 5 leży poza Afryką. Kolejna grupa to „gospodarki o średnim dochodzie” (ang. *middle-income economies*), do których zalicza się kraje z PNB per capita poniżej 12275 USD, wśród nich znajdują się zarówno jedne z największych gospodarek świata (Brazylia, Indie, Chiny, Rosja), większość krajów Ameryki Łacińskiej (np. Meksyk, Wenezuela, Chile), najbogatsze kraje afrykańskie (Republika Południowej Afryki, Algieria, Gabon), jak i kraje należące do Unii Europejskiej – Bułgaria, Litwa, Łotwa i Rumunia.

Kolejną organizacją międzynarodową, przygotowującą własne zestawienia zawierające porównania poziomu rozwoju krajów świata, jest UNDP. Klasyfikacja UNDP

---

<sup>64</sup> *World Development Indicators 2009*, World Bank, Washington D.C. 2009, s. 31.

<sup>65</sup> *World Development Report 2011: Citizen Security, Justice and Jobs*, World Bank, Washington D.C. 2011, s. 300-340.

<sup>66</sup> Bank Światowy nie stosuje w tej klasyfikacji PPP, lecz wylicza tzw. współczynnik korekty Atlas, uwzględniający różnice w stopach inflacji i uśredniający kursy walut. Zob. *World Development Report 2010: Development and Climate Change*, World Bank, Washington D.C. 2010, s. 396-397.

<sup>67</sup> Podział został przeprowadzony na podstawie wskaźników za 2010 r. Wszystkie dane za: *World Development Indicators 2012*, World Bank, Washington D.C. 2012, s. 3-7.

opiera się na przedstawionym wcześniej wskaźniku HDI. Już w pierwszym raporcie UNDP, w którym wykorzystano ten wskaźnik, dokonano podziału świata na kilka odrębnych grup: krajów o niskim, średnim i wysokim poziomie rozwoju społecznego<sup>68</sup>. Wartości graniczne HDI wyniosły 0,5 i 0,8.

UNDP modyfikowało kryteria podziału w kolejnych raportach. W 2010 r. zdecydowano się fundamentalnie zmienić system klasyfikacji, rezygnując z wartości absolutnych HDI na rzecz progów względnych. W nowym systemie KWR to kraje z HDI powyżej górnego kwartyła rozkładu wartości HDI, a kraje rozwijające się (można je określić jako KSR) to wszystkie pozostałe. KSR podzielono dodatkowo na trzy grupy, niemal równe pod względem liczby państw: z wysokim, średnim i niskim poziomem rozwoju społecznego<sup>69</sup>. W przyjętym sposobie podziału HDI każdego kraju ma jednakową wagę, czego skutkiem jest to, że w 25% KWR żyje zaledwie 15% światowej populacji. Według najnowszych dostępnych danych w 2013 r. poziom HDI oddzielający KWR od KSR wyniósł 0,805<sup>70</sup>. Do grupy KSR o wysokim poziomie rozwoju społecznego zaliczono kraje z HDI od 0,712 do 0,796, np. Kubę (0,780), Rosję (0,788), Brazylię (0,730) i Turcję (0,722). KSR o średnim poziomie rozwoju społecznego to państwa z wartościami HDI między 0,536 i 0,710. Niektóre kraje znajdujące się w tym zbiorze to Chiny (0,699), Egipt (0,662), RPA (0,629), Indie (0,554) i Kambodża (0,543). Kraje o najniższym poziomie rozwoju społecznego to te, w których HDI wynosił najwyżej 0,535. Najslabiej rozwiniętymi państwami na świecie w 2013 r. były przede wszystkim kraje afrykańskie, w tym Niger (0,304 – najniższy wskaźnik na świecie), Kongo (również 0,304) i Mozambik (0,327).

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) także grupuje KWR i KSR według określonych zasad. Stosowany system nie jest oparty na ścisłych kryteriach ekonomicznych lub innego typu – wartości graniczne i stosowane wskaźniki nie są ujawniane<sup>71</sup>. Pierwszy system klasyfikacji został wprowadzony przez MFW w 1964 r., w kolejnych dziesięcioleciach ulegał on gruntownym przeobrażeniom<sup>72</sup>. W 1997 r. zmieniono dotychczasową nazwę krajów najbogatszych z „kraje uprzemysłowione” na „kraje zaawansowane” (ang. *advanced countries*), jako przyczynę podając malejący udział sektora

---

<sup>68</sup>*Human Development Report 1990*, United Nations Development Programme, New York 1990, s. 9-20, 285-286.

<sup>69</sup>*Human Development Report 2010: The Real Wealth of Nations: Pathways to Human Development*, United Nations Development Programme, New York 2010, s. 127-130.

<sup>70</sup>*Human Development Report 2013: The Rise of the South*, United Nations Development Programme, New York 2010, s. 144-147.

<sup>71</sup>*World Economic Outlook 2012*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2012, s. 177.

<sup>72</sup>L. Nielsen, *Classifications of Countries Based on Their Level of Development: How it is done and how it could be done*, “IMF Working Paper”, 31/2011, s. 16.

przemysłowego, wspólny dla wszystkich państw tej grupy. Po akcesji niektórych państw z tej kategorii do Unii Europejskiej (i zaliczeniu ich do krajów zaawansowanych) MFW zdecydował o wprowadzeniu nowej kategorii pod nazwą „kraje wschodzące i rozwijające się” (ang. *emerging and developing countries*). Na potrzeby tej pracy można określić tą grupę jako KSR, ponieważ jedyną podstawą podziału dokonywanego przez MFW jest zaliczanie do niej wszystkich państw, których nie zdecydowano się włączyć do „krajów zaawansowanych”. Do grupy KSR zostało przez MFW zaliczonych 150 krajów, tj. wszystkie analizowane poza 34 krajami zaawansowanymi<sup>73</sup>. Jednak poważnym zastrzeżeniem do klasyfikacji MFW jest to, że, w odróżnieniu od sposobów podziału innych organizacji, do kategorii KSR wliczono niektóre kraje Unii Europejskiej, w tym przede wszystkim Polskę (również Węgry), które według innych organizacji międzynarodowych i zgodnie z powszechnym konsensusem<sup>74</sup> w literaturze ekonomicznej, przynajmniej od 2004 r. powinny być określane jako KWR<sup>75</sup>.

Już od lat 60. XX w. ONZ zaczęło określać najuboższe kraje świata jako „kraje najslabiej rozwinięte” (ang. *least developed countries*)<sup>76</sup>. Czasami w literaturze nazywa się je też „Czwartym” lub „Piątym Światem”. Do tej grupy zaliczane są kraje z najniższymi wskaźnikami poziomu rozwoju społecznego i gospodarczego, z poważnymi przeszkodami strukturalnymi, uniemożliwiającymi lub poważnie utrudniającymi prawidłowy przebieg procesów rozwojowych. Na sesji plenarnej ONZ w 2011 r. dodatkowo sprecyzowano charakter tych procesów, określając ich trzy wymiary: gospodarczy, społeczny i środowiskowy<sup>77</sup>.

Przedstawione powyżej klasyfikacje KSR, sporządzane na podstawie różnych kryteriów, ukazują, jak wysoki jest stopień zróżnicowania tej kategorii państw. Nawet przy przyjęciu określonej definicji KSR pozostaje problem wskazania gospodarek spełniających w wystarczającym stopniu określone wymagania. Z tego powodu najczęstszym sposobem jest dokonywanie swoistej „selekcji negatywnej” i zaliczanie do tej grupy wszystkich krajów, które nie są uważane za wysoko rozwinięte. Kategoria KSR zawiera w sobie tym samym niezwykle odmienne kraje, czasami wręcz trudno jest znaleźć między nimi cechy wspólne,

---

<sup>73</sup>Wszystkie dane dotyczące klasyfikacji MFW za *World Economic Outlook 2012*, op. cit., s. 176-190.

<sup>74</sup>W polskim piśmiennictwie naukowym jeszcze kilka lat temu pojawiały się opinie przeciwnie, wskazujące na zbieżność niektórych cech gospodarek Polski i KSR. Zob. Z. Kozak, op. cit., s. 42-47.

<sup>75</sup>M. Szostak, *Tradycyjne teorie zacofania gospodarczo-społecznego krajów słabo rozwiniętych (materiały do wykładu Ekonomia Rozwoju)*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010, s. 17-18.

<sup>76</sup>*Handbook on the Least Developed Countries Category: Inclusion, Graduation and Special Support Measures*, Committee for Development Policy and United Nations Department of Economic and Social Affairs, New York 2008, s. V.

<sup>77</sup>*Outcome of the Fourth United Nations Conference on the Least Developed Countries*, United Nations General Assembly, New York 2011, s. 1-13.



przykładowo Sudan Południowy i Chiny dzieli przepaść pod względem potencjału ludnościowego oraz gospodarczego, a także pozycji w światowym systemie politycznym i ekonomicznym. Dlatego niezbędne wydaje się być wyselekcjonowanie pewnych grup państw, które można uznać za najbardziej istotne, nie tylko ze względu na wyniki gospodarcze lub wpływ na światową gospodarkę, ale też w związku z ich wpływem (bezpośrednim lub pośrednim) na strategię rozwoju realizowane przez pozostałe KSR, dla których są one niejednokrotnie przykładem do naśladowania. W kolejnej części pracy zostaną omówione najpopularniejsze obecnie kategorie takich właśnie krajów.

### **1.2.3. Nowe kategorie krajów słabo rozwiniętych: rynki wschodzące, BRIC, 3G, RGM**

Najpopularniejszą obecnie koncepcją dotyczącą wyróżniania najistotniejszych KSR jest zaliczanie pewnych z nich do kategorii „rynków wschodzących” (ang. *emerging markets*)<sup>78</sup>. Mimo rozpowszechnienia tej nazwy i stosowania jej już od kilkunastu lat w literaturze naukowej i innych tekstach brak jednak zgody, co do pełnej i poprawnej listy państw należących do tej kategorii<sup>79</sup>. Ich cechą wyróżniającą jest znaczące przyspieszenie tempa rozwoju gospodarczego w ciągu ostatnich kilkunastu lat, tj. wejście na ścieżkę szybkiego wzrostu i rozwoju gospodarczego<sup>80</sup>.

Pojęcie „rynków wschodzących” zostało po raz pierwszy zamieszczone w 1981 r. w publikacji wydanej pod auspicjami Międzynarodowej Korporacji Finansowej, autorstwa A. van Agtmaela<sup>81</sup>. Uważał on, że termin ten jest bardziej optymistyczny niż inne stosowane wtedy określenia np. „kraje rozwijające się” czy „kraje Trzeciego świata”. Na początku lat 90. XX w., w pierwszych powstających spisach tej grupy, do rynków wschodzących zaliczano tzw. azjatyckie tygrysy (m.in. Hong Kong, Singapur i Korea Płd., Tajwan), Meksyk, Brazylię i europejskie kraje postkomunistyczne. W kolejnych latach zaczęto włączać następne kraje, niektóre z nich przesunięto zaś do krajów wyżej rozwiniętych. Najważniejsze kraje dodane do grupy rynków wschodzących to Chiny, Rosja i Indie<sup>82</sup>.

Jedynie część obecnie dostępnych proponowanych wykazów krajów wschodzących oparta jest na pewnych założeniach teoretycznych dotyczących ich definicji (pozostałe są

---

<sup>78</sup>W pracy będą używane zamiennie określenia „rynków wschodzących” i „krajów wschodzących”.

<sup>79</sup>J.R. Kehl, *Emerging Markets in Africa*, „African Journal of Political Science and International Relations”, wol. 1, 2007, s. 3.

<sup>80</sup>Ibid.

<sup>81</sup>A. van Agtmael, *The Emerging Markets Century*, Free Press, London 2007, s. 1-9.

<sup>82</sup>A. Marszk, *Rynki akcji w krajach wschodzących*, „Ekonomia Międzynarodowa”, 2/2011, s. 16-23.

wyrazem opinii autorów, niepopartych uzasadnieniem teoretycznym, w związku z czym zostaną pominięte). Najważniejsze klasyfikacje są autorstwa analityków z instytucji finansowych (prezentowane np. w materiałach marketingowych), przez co stosowane kryteria zbyt silnie oparto na stanie systemu finansowego, kosztem pozostałych czynników decydujących o poziomie rozwoju. Brak jednak odpowiednich publikacji innych organizacji, więc zostaną wykorzystane tego typu źródła.

Jeden z wiodących światowych dostawców danych finansowych, amerykańska spółka MSCI Barra, w swoich analizach wyróżnia następujące cechy rynków wschodzących: stopa wzrostu PKB per capita wyższa od średniej światowej, stabilność oceny agencji ratingowych i salda rachunku obrotów bieżących, profil zysku i ryzyka instrumentów finansowych odmienny w stosunku do rynków rozwiniętych<sup>83</sup>. Na liście krajów wschodzących znajduje się 21 państw, w tym Brazylia, Chiny, Rosja, Indie, Węgry, Polska, Meksyk, RPA, Turcja, Tajwan i Korea Płd.<sup>84</sup>.

Mimo różnic pomiędzy poszczególnymi listami rynków wschodzących do tej kategorii zaliczane są przede wszystkim najszybciej rozwijające się kraje Europy Środkowej i Wschodniej, Ameryki Łacińskiej, Afryki i Azji. Największe znaczenie dla światowej gospodarki mają kraje pozaeuropejskie z wysoką stopą wzrostu PKB i znaczącym potencjałem gospodarczym, czyli przede wszystkim Brazylia, Chiny, Indie, Indonezja, Meksyk, Tajwan, Turcja, Tajlandia, RPA i Rosja. Pewne wątpliwości może budzić zaliczanie do grupy krajów wschodzących niektórych państw członkowskich Unii Europejskiej np. Węgier i Polski oraz Korei Płd., które na bazie innych kryteriów określa się jako KWR. Wynika to z arbitralności pojęcia „rynków wschodzących” i stosowania dynamiki PKB jako głównego kryterium, niezależnie od osiągniętego już poziomu rozwoju oraz ze względów marketingowych (sprzedaż instrumentów finansowych związanych z tą kategorią państw).

Kolejną popularną obecnie koncepcją jest BRIC. Nazwa BRIC pojawiła się po raz pierwszy w 2001 r. w analizach opublikowanych przez bank Goldman Sachs jako określenie grupy czterech największych rynków wschodzących, które w ciągu kilkudziesięciu lat miały stać się najważniejszą częścią światowej gospodarki, większą niż grupa G7<sup>85</sup>. Eksperti banku zaliczyli do grupy BRIC następujące państwa: Brazylię, Rosję, Indie i Chiny (termin BRIC to akronim nazw tych krajów). Od 2001 r. koncepcja BRIC jest powszechnie wykorzystywana przez ekonomistów, analityków i inwestorów.

---

<sup>83</sup> *Emerging Markets: A 20-year Perspective*, MSCI Barra, New York 2008, s. 18.

<sup>84</sup> *Ibid.*, s. 44-55.

<sup>85</sup> J. O'Neill, *Building Better Global Economic BRICs*, "Goldman Sachs Global Economics", nr. 66, 2001, s. 2-15.

BRIC jest jednym z niewielu przypadków w historii, gdy idea ukuta i opisana przez teoretyków została na tak dużą skalę wykorzystana w praktyce. Przy czym nie dotyczy to wyłącznie zastosowania w konstrukcji instrumentów finansowych i przygotowywaniu analiz, lecz przede wszystkim jej znaczenia politycznego. W 2009 r. w Jekaterynburgu odbył się pierwszy zjazd przywódców krajów BRIC (wcześniej spotykali się dyplomaci i ministrowie spraw zagranicznych)<sup>86</sup>. Podczas szczytu ogłoszono dalsze zacieśnienie współpracy w ramach BRIC (docelowo z powołaniem formalnych struktur) i prowadzenie działań na rzecz zwiększenia wpływu tych krajów na światowe stosunki gospodarcze i polityczne. Innym poruszonym tematem były plany wprowadzenia nowej globalnej waluty rezerwowej, mającej w dłuższym okresie zastąpić dolara amerykańskiego<sup>87</sup>. W kolejnych latach zaczęto rozważać koncepcje wspólnego banku rozwoju i funduszu walutowego<sup>88</sup>.

Od 2010 r. pełnoprawnym członkiem grupy stało się RPA, w związku z czym nazwa została zmieniona na BRICS (dodatkowa litera „S” to skrót nazwy South Africa)<sup>89</sup>. Niezależnie jednak od listy członków organizacji nazywanej obecnie BRICS (będącej wynikiem decyzji politycznych) skład kategorii w ramach KSR opartej na fundamentach teoretycznych budzi nadal sporo wątpliwości. Po pierwsze, krytycy podnoszą zarzut, że kraje BRIC mają niewiele cech wspólnych i trudno znaleźć właściwe kryteria wyodrębnienia tej grupy<sup>90</sup>. Przykładowo, Chiny są największym na świecie importerem surowców, podczas gdy Rosja i Brazylia są jednymi z głównych eksporterów. W Chinach ma miejsce szybkie starzenie się społeczeństwa, w Rosji maleje liczba ludności, a w Indiach rośnie być może w najszybszym tempie w historii<sup>91</sup>. Największe kontrowersje budzi obecność w gronie BRIC Rosji – kraju, w którym gospodarka jest silnie uzależniona od eksportu surowców (zwłaszcza węglowodorów), kiedy w pozostałych państwach struktura gospodarcza jest znacznie bardziej zdywersyfikowana. Innym argumentem jest niższe prognozowane tempo wzrostu PKB w Rosji (choć nadal wyższe niż w większości KWR). Z drugiej strony, zwolennicy zaliczania Rosji do BRIC argumentują, że w wyniku wzrastającego popytu wewnętrznego, rosnącej stabilności gospodarki i wciąż niewykorzystanego w pełni potencjału sektora usługowego i

---

<sup>86</sup>C. Bracht, *Plans for the BRICS Delhi Summit*, “BRICS Research Group Paper”, 1/2012, s. 4-5.

<sup>87</sup>2011 Sanya BRICS Summit Compliance Report, “BRICS Research Group Paper”, 3/2012, s. 8-18.

<sup>88</sup>BRICS podzieli się swoim bankiem, „Rzeczpospolita”, 8.08.2013.

<sup>89</sup>J. O’Neill, *Mapa wzrostu. Szanse gospodarcze dla państw grupy BRICS*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2013, s. 131.

<sup>90</sup>A. Cohen, L. Curtis, D. Scissors, R. Walser, *Busting the BRIC Myth of Challenging U.S. Global Leadership*, “The Heritage Foundation WebMemo”, nr 2869, 2010, s. 1-3.

<sup>91</sup>Ibid.

produkcyjnego Rosja ma szansę stać się na równi z pozostałymi krajami liderem światowej gospodarki<sup>92</sup>.

Poza podstawową koncepcją BRIC, zaproponowaną i promowaną przez bank Goldman Sachs, czasami wykorzystuje się także zmodyfikowane wersje BRIC, w których autorzy dodali kolejne kraje uznane za przyszłe gospodarcze potęgi, w tym wspomnianą już BRICS, BRIIC (z dodaną Indonezją), BRIICS (z Indonezją i RPA równocześnie), BRICST (z RPA i Turcją) i BRICKS (z RPA i Koreą Płd.)<sup>93</sup>.

Jedną z najnowszych wykorzystywanych kategorii jest 3G, przedstawiona w lutym 2011 r. przez ekspertów banku Citigroup. 3G to skrót pełnej nazwy nowej koncepcji gospodarek, które mają w przyszłości decydować o obliczu światowych rynków i być głównymi motorami wzrostu – Global Growth Generators<sup>94</sup>. Autorzy terminu 3G wyróżnili 6 czynników mających ich zdaniem największy wpływ na możliwości rozwojowe poszczególnych państw tj. wartości krajowych inwestycji/oszczędności, prognozy demograficzne, system oświaty, system ochrony zdrowia, jakość systemu politycznego i instytucji oraz stopień liberalizacji handlu<sup>95</sup>. Na tej podstawie autorzy zidentyfikowali 11 państw, przyszłych liderów światowego wzrostu: Bangladesz, Chiny, Egipt, Filipiny, Indie, Indonezję, Irak, Mongolię, Nigerię, Sri Lanke i Wietnam. W tej grupie brak kilku krajów, obecnych w niemal wszystkich wykazach rynków wschodzących (np. Turcji i Meksyku) oraz dwóch państw BRIC – Brazylii i Rosji.

Ostatnią kategorią, która zostanie zaprezentowana, są „rynkі szybkiego rozwoju” (ang. Rapid-Growth Markets – RGM), które to określenie pojawiło się pierwszy raz w listopadzie 2011 r. we wspólnej publikacji Ernst & Young i Oxford Economics<sup>96</sup>. Trzy najważniejsze kryteria brane pod uwagę przy decyzji o zaliczeniu kraju do zbioru RGM to: wysokie tempo wzrostu gospodarczego, znaczący udział w globalnej gospodarce pod względem wartości PKB według PPP i liczby ludności, a także wysoki napływ inwestycji zagranicznych. Wykorzystując odpowiednie mierniki do grupy RGM zaliczono 25 krajów, wśród nich m.in. wszystkie cztery państwa BRIC, Indonezję, Koreę Płd., Meksyk, RPA, Turcję, Czechy, Polskę, Kazachstan i Ukrainę. Autorzy koncepcji RGM prognozują, że w ciągu kolejnych 10 lat tempo wzrostu w tych krajach będzie jeszcze wyższe niż dotychczas i ponad trzy razy

---

<sup>92</sup>A. Ahmed, A. Kelston, D. Wilson, *Is this the BRIC's Decade?*, “Goldman Sachs BRICs Monthly”, May 20, 2010, s. 2-3.

<sup>93</sup>M. Garcia, R. Lattimore, J. Reyes, *The BRIICS and changes in global trade architecture*, OECD Publishing, Paris 2009, s. 3.

<sup>94</sup>W. Buitier, E. Rehbari, *Global Growth Generators: Moving Beyond 'Emerging Markets' and 'BRIC'*, “Citigroup Global Markets”, 21 February 2011, s. 3-4.

<sup>95</sup>*Ibid.*, pp. 5-10.

<sup>96</sup>A. Karklins-Marchay (red.), *Rapid-Growth Markets Forecast*, Ernst&Young, London 2011, s. 9-14.

wyższe niż w KWR. W 2020 r. ma w nich być wytwarzane 50% światowego PKB według PPP, mieszkać 60% światowej populacji (i 72% siły roboczej)<sup>97</sup>.

#### **1.2.4. Wybrane cechy charakterystyczne i problemy gospodarczo-społeczne krajów słabo rozwiniętych**

Mimo wysokiego poziomu zróżnicowania kraje słabo rozwinięte mają co najmniej kilka cech wspólnych, przejawiających się w zbliżonych systemach politycznych i gospodarczych oraz podobnych problemach demograficznych, społecznych i ekonomicznych. W poprzedniej części rozdziału zostały zaprezentowane i porównane ze sobą najważniejsze sposoby klasyfikowania KSR. Jednak większość z nich oparta jest na kryteriach ilościowych, zazwyczaj wskaźnikach ekonomicznych, co sprawia, że nie jest dostatecznie uwzględniany aspekt jakościowy. Niejednokrotnie dane państwo osiąga wysokie wartości takich wskaźników jak PKB per capita lub HDI, a jednocześnie zaliczane jest do grupy KSR. Powodem tego jest niższy niż w krajach bardziej zaawansowanych stopień rozwoju różnego rodzaju struktur i instytucji oraz występowanie problemów rzadko obecnych w KWR. W tym punkcie pracy zostaną przedstawione cechy charakterystyczne KSR, w tym również aspekty trudne do ujęcia za pomocą wspomnianych mierników.

**Tabela 1.2. Porównanie KSR i KWR: asymetrie**

<b>Kraje Wysoko Rozwinięte</b>	<b>Kraje Słabo Rozwinięte</b>
kapitał	brak kapitału
technologia	brak technologii
pracownicy jako kapitał ludzki	pracownicy jako koszt
aktywna rola pracowników	system nakazowy
wartość zależna od kapitału intelektualnego	wartość zależna od aktywów fizycznych
usługi, przetwarzanie informacji	rolnictwo, przemysł ciężki
niski przyrost naturalny	wysoki przyrost naturalny
wysoki poziom wykształcenia	niski poziom wykształcenia
infrastruktura	brak infrastruktury
sprawny system prawny	nieefektywne systemy prawne

Zródło: Opracowanie własne na podst.: K. Żukrowska (red.), *Zróżnicowanie rozwoju jako impuls pro wzrostowy w gospodarce światowej*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 76.

<sup>97</sup>Ibid., s. 11.

Określenie najważniejszych własności KSR może być przeprowadzane na kilka sposobów. Jednym z nich jest przeciwstawienie ich KWR i analiza asymetrii w poziomach rozwoju. Takie zestawienie zostało przedstawione w tabeli 1.2. Wynika z niego, że procesy produkcji w KSR oparte są na przestarzałych, pracochłonnych technologiach. Jednocześnie jakość kapitału ludzkiego nie jest wysoka, co spowodowane jest m.in. niskim poziomem systemu oświaty. Problem jest tym istotniejszy, gdyż w państwach tych obserwuje się przeważnie wyższy przyrost naturalny, powodujący zwiększanie się zasobu siły roboczej. Podczas gdy w KWR coraz większą rolę odgrywają nowoczesne usługi, to w KSR nadal duży udział w tworzeniu PKB mają rolnictwo, górnictwo i przemysł ciężki. Inną istotną różnicą jest brak w KSR dostatecznej infrastruktury oraz otoczenia prawnego sprzyjającego działalności gospodarczej.

Podstawową cechą KSR, wynikającą bezpośrednio z ich definicji, powinien teoretycznie być niski poziom rozwoju gospodarczego, najczęściej mierzony za pomocą PKB per capita. Nie jest to jednak stwierdzenie prawdziwe dla wszystkich KSR, ponieważ niektóre z nich, przede wszystkim kraje OPEC (Arabia Saudyjska, Katar i inne), to państwa z wysokim lub bardzo wysokim PKB per capita i HDI, znajdujące się w czołówce światowych zestawień. Wydawać by się mogło, że powinny być one jednoznacznie być zaliczane do KWR, a mimo to nadal w większości opracowań umieszcza się je wśród KSR. Zdaniem P. Deszczyńskiego przyczyną takiego stanu rzeczy jest obecność w nich przynajmniej jednego podstawowego dualizmu (istota i przykłady rodzajów dualizmu zostaną omówione w dalszej części rozdziału)<sup>98</sup>.

Potencjał gospodarczy mierzony PKB w wyrażeniu absolutnym jest w większości KSR (nie licząc głównych potęg) niewielki. Przykładowo, PKB wszystkich krajów afrykańskich w 2010 r. (w cenach stałych z 2005 r.) stanowiło jedynie 2,4% Produktu Światowego Brutto (PŚB, obliczanego jako suma PKB wszystkich krajów świata), podczas gdy Polski 0,7%, a Niemiec 5,8%, czyli ponad dwa razy więcej niż całego kontynentu afrykańskiego<sup>99</sup>.

Kolejną podstawową różnicą między KSR i KWR jest występowanie w pierwszej grupie dualizmu co najmniej jednego typu; są one praktycznie nieobecne w krajach na wyższym poziomie rozwoju. Podstawowe typy dualizmu to dualizm gospodarczy (ekonomiczny), społeczny i polityczny<sup>100</sup>. Dodatkowe rodzaje, wymieniane czasami w

---

<sup>98</sup>P. Deszczyński, *Koncepcyjne podstawy*, op. cit., s. 57.

<sup>99</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

<sup>100</sup>P. Deszczyński, *Koncepcyjne podstawy*, op. cit., s. 57.

literaturze, to dualizm przestrzenny, kulturowy i etniczny. Dualizmy te są ze sobą ściśle związane, wzajemnie się wzmacniają, stanowiąc jedną z najważniejszych przyczyn i przejawów niskiego poziomu rozwoju. Dualizm gospodarczy oznacza równoległe funkcjonowanie w gospodarce danego kraju dwóch sektorów (strukturę taką nazywa się gospodarką dualną). Pierwszy z nich to zacofane, tradycyjne rolnictwo, pracochłonne przetwórstwo i drobne usługi, oparte na prostych, mało wydajnych technologiach. Drugi sektor obejmuje nowoczesne, wysoko wydajne, kapitałochłonne górnictwo, przetwórstwo oraz usługi. Sektor nowoczesny jest ściśle powiązany z rynkami międzynarodowymi, przedsiębiorstwa w nim działające koncentrują się głównie na eksporcie do KWR.

Dodatkowo, negatywnym zjawiskiem związanym w pewnym stopniu z dualizmem ekonomicznym, które można zaobserwować w KSR, jest tzw. efekt demonstracji<sup>101</sup>. Polega on na kopiowaniu nawyków konsumpcji z KWR i nadmiernych wydatkach na zakup dóbr luksusowych (pochodzących najczęściej z importu z KWR lub sektora nowoczesnego), kosztem oszczędności prywatnych. Przejmowaniu wzorów konsumpcyjnych nie towarzyszy jednak wzrost akceptacji dla wartości takich jak dyscyplina pracy, odpowiedzialność zawodowa i poszanowanie własności jednostek, które były jednym z najważniejszych czynników sukcesu dzisiejszych KWR<sup>102</sup>.

Dualizm społeczny związany jest z jednoczesną obecnością nowoczesnego społeczeństwa industrialnego oraz społeczeństwa tradycyjnego. Sytuacja poszczególnych grup obywateli KSR jest niezwykle zróżnicowana pod względem wysokości dochodów, dostępu do systemu oświaty i ochrony zdrowia lub możliwości korzystania z nowoczesnych technologii<sup>103</sup>.

Polityczna odmiana dualizmu, choć zazwyczaj identyfikowana jako skutek procesów kolonizacji, w praktyce jest obecna w większości KSR<sup>104</sup>. Polega ona na podziale społeczeństwa na wąski krąg sprawujących władzę elit politycznych oraz pozostałą część obywateli, która nie identyfikuje się z daną formą państwowości. W krajach z dualizmem politycznym łamane są podstawowe prawa człowieka i obywatela, nie mogą również funkcjonować wolne związki zawodowe i niezależne organizacje społeczne.

Wszystkie typy dualizmu są ze sobą wzajemnie powiązane. Według P. Deszczyńskiego likwidacja dualizmu politycznego jest niemożliwa w warunkach dualizmu

---

<sup>101</sup>Ibid., s. 59.

<sup>102</sup>H. de Soto, *Tajemnica kapitału*, Fijorr Publishing, Chicago-Warszawa 2002, s. 21-35.

<sup>103</sup>M. Buscher, *Socio-cultural factors in economic development*, "Intereconomics", 2(24)/1989, s. 79-87.

<sup>104</sup>*The Least Developed Countries Report 2009: The State and Development Governance*, UNCTAD, Geneva 2009, s. 16-40.

społecznego, który zaś jest w dużym stopniu uzależniony od dualizmu gospodarczego<sup>105</sup>. Zlikwidowanie wyłącznie jednej odmiany dualizmu, nie sprawia, że dany kraj automatycznie staje się wysoko rozwinięty. Przykładowo, w Arabii Saudyjskiej i wielu innych krajach regionu Zatoki Perskiej dualizm ekonomiczny już nie występuje. Jednak nadal silny jest dualizm społeczny i polityczny, co sprawia, że dopiero przezwyciężenie tych dwóch barier będzie oznaczało przejście na wyższy stopień rozwoju. Z drugiej strony, wydarzenia w wielu krajach arabskich (tzw. „Arabska Wiosna Ludów”) pokazują, że kierunek i zakres transformacji politycznej i gospodarczej jest trudny do przewidzenia<sup>106</sup>. Generalnie można stwierdzić, że zmniejszanie siły jednego dualizmu będzie w długim okresie stopniowo zbliżało dane państwo do jego zupełnego usunięcia, a także będzie osłabiało pozostałe rodzaje.

Następną cechą KSR jest zacofana i zbyt słabo zdywersyfikowana struktura gospodarek, z wysokim udziałem rolnictwa w tworzeniu PKB i zatrudnieniu. Jednym z elementów procesu rozwoju jest zmiana struktury produkcji – od przewagi produkcji rolnej i wydobycia surowców na niższych etapach, poprzez przemysł przetwórczy na średnich, aż do dominacji usług<sup>107</sup>. Sam sektor usługowy także zmienia swój charakter. Początkowo obejmuje głównie handel i proste usługi rzemieślnicze, a na wyższych stopniach rozwoju zaawansowane usługi dla biznesu.

Produkcja rolna i pozyskiwanie surowców mineralnych mają w KSR znacząco większy udział w tworzeniu bogactwa kraju niż w KWR<sup>108</sup>. Jednak w związku z niską wydajnością pracy i stosowaniem prymitywnych metod produkcji procentowy udział rolnictwa w wytwarzaniu PKB jest zdecydowanie niższy niż udział w ogólnym zatrudnieniu. Rolnictwo w KSR ma zazwyczaj ekstensywny charakter, a wysoki poziom zatrudnienia na wsi wynika z faktu, że w sektorze tym zatrudnione są osoby, dla których brak miejsc pracy w przemyśle lub usługach. Przykładowo, w 2010 r. w Chinach rolnictwo odpowiadało za 11% PKB, a zatrudnienie w tym sektorze wynosiło 39% całości<sup>109</sup>. Co więcej, mimo dużej liczby pracujących przy produkcji żywności, jej wolumen jest zbyt niski i podstawowe potrzeby żywieniowe dużego odsetka mieszkańców nie są zaspokojone. Problem ten jest najbardziej

---

<sup>105</sup>P. Deszczyński, *Konceptualne podstawy*, op. cit., s. 60-61.

<sup>106</sup>C. Hajaj, P. Middlebrook (red.), *Re-thinking the Arab Spring & Roadmap for G20/UN Support?*, Geopolicity, Dubai 2011, s. 8-42; A. Marszk, *Aspekty gospodarcze Arabskiej Wiosny Ludów*, [w:] B. Pączek (red.), *Czarny Ląd i Świat Arabski: Szansa czy Zagrożenie?*, Wydawnictwo JP, Gdynia 2012, s. 183-191.

<sup>107</sup>R. Piasecki, *Ekonomia rozwoju*, op. cit., s. 87.

<sup>108</sup>J. Telep, op. cit., s. 61.

<sup>109</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.



dotkliwy w Afryce, która w latach 1980-2002 była jedynym kontynentem, gdzie procentowy wzrost poziomu produkcji żywności był niższy od wzrostu liczby ludności (o ok. 15 p.p.)<sup>110</sup>.

Innym aspektem gospodarek KSR jest relatywnie duży rozmiar sektora nieformalnego. Nie dotyczy to jedynie działalności w „szarej strefie”, które często jest wynikiem opresyjnych przepisów i aparatu biurokratycznego, ale też „czarnej strefy”, czyli operacji przestępczych, niezgodnych z prawem. W szczególności ma to miejsce w krajach borykających się z konfliktami wewnętrznymi lub zewnętrznymi, gdzie niemal brak sił porządkowych lub ich obecność jest ograniczona do głównych metropolii. Zbliżonym zagadnieniem w wielu KSR, choć trudniejszym do oceny z etycznego punktu widzenia, jest istotny udział sektora gospodarki nieformalnej, pozarynkowej. Z jednej strony, nierzadko brak jest funkcjonujących struktur rynkowych, więc taka forma gospodarowania umożliwia egzystencję na minimalnym poziomie. Z drugiej zaś strony, zbyt mocno rozwinięty sektor nieformalny oznacza niższe wpływy z opłat i podatków i przyczynia się do dalszego osłabienia struktur państwowych.

Z punktu widzenia jakości życia pojedynczych mieszkańców KSR najistotniejszymi cechami gospodarek są ubóstwo ludności i rozwarstwienie dochodów. Pierwsza z tych cech, tj. ubóstwo, w tym kontekście oznacza niskie dochody, wysoką stopę bezrobocia, duży odsetek głodujących i niedożywionych, wysoką śmiertelność niemowląt i znaczną liczbę chorujących, krótką przewidywaną długość życia, wysoką stopę analfabetyzmu i niski odsetek uczęszczających do szkół, brak i niski standard mieszkań<sup>111</sup>.

Ubóstwo ludności w KSR jest szczególnie ważnym aspektem gospodarek afrykańskich. Według danych ONZ w 2007 r. w Afryce 41%, czyli niemal 300 mln osób, żyło w warunkach skrajnej nędzy (z dochodem dziennym mniejszym od 1 USD). 29% dzieci cierpiało stale głód lub było niedożywionych<sup>112</sup>. Przeciętna oczekiwana długość życia w najbiedniejszych krajach subsaharyjskich wynosiła 49,6 lat, a stopa analfabetyzmu (dla osób w wieku powyżej 15 lat) 40%. Kwestia ubóstwa ludności ma nie tylko znaczenie czysto humanitarne, lecz również gospodarcze, ponieważ zły stan zdrowia i brak choćby podstawowego wykształcenia wiąże się z niższą wydajnością pracy, a tym samym z trudnościami w osiągnięciu wyższych dochodów i przechodzeniu na kolejne stopnie rozwoju.

Według oficjalnych danych (publikowanych przez poszczególne państwa) stopy bezrobocia w większości KSR są bardzo niskie, np. w latach 1996-2005 w Ugandzie wyniosła

---

<sup>110</sup>A. Szirmai, *The Dynamics of Socio-Economic Development*, Cambridge University Press, Cambridge 2005, s. 256-257.

<sup>111</sup>M. Szostak, *Ogólna charakterystyka*, op. cit., s. 14.

<sup>112</sup>Dane za: M. Szostak, *Ogólna charakterystyka*, op. cit., s. 26-27.

średnio 3,2%, w Nepalu 1,8%, a w Rwandzie 0,6% (najniższy poziom na świecie)<sup>113</sup>. Niska wiarygodność tych danych wynika z braku rozwiniętego systemu statystycznego oraz ze słabości systemu zabezpieczenia społecznego – brak możliwości uzyskania jakichkolwiek świadczeń sprawia, że niewielu mieszkańców oficjalnie zgłasza się jako bezrobotni<sup>114</sup>. Ponadto, brak pomocy ze strony państwa lub organizacji pozarządowych sprawia, że wykonywanie jakiejkolwiek pracy, choćby niskowydajnej w rolnictwie, pracy dorywczej i sezonowej lub w niepełnym wymiarze godzin, jest jedynym możliwym sposobem przeżycia (według szacunków Międzynarodowej Organizacji Pracy w ten sposób w KSR pracuje 30% zatrudnionych<sup>115</sup>).

Druga cecha gospodarek KSR, wpływająca bezpośrednio na poziom życia, to nadmierne dysproporcje w podziale dochodów<sup>116</sup>. Wprawdzie we wszystkich krajach świata, zarówno słabiej, jak i lepiej rozwiniętych, można zaobserwować pewne nierówności w tym względzie, jednak różnice te są generalnie większe w KSR niż w KWR<sup>117</sup>. Dysproporcje w podziale dochodu dotyczą grup społecznych, ale można także zaobserwować wyraźne różnice między zamożnością mieszkańców miast i wsi (na wsi dochody są zwykle znacznie niższe)<sup>118</sup>.

Procesem zachodzącym w KSR, oddziałującym na sytuację gospodarczą i społeczną tych państw, jest szybka urbanizacja<sup>119</sup>. Powszechna jest migracja z obszarów wiejskich do miast, spowodowana wysokim przyrostem naturalnym i zbyt niską efektywnością produkcji rolnej, uniemożliwiająca zapewnienie wyżywienia całej ludności terenów wiejskich. W sytuacji, gdy na rynku pracy w miastach brak odpowiedniej liczby ofert zatrudnienia i brak wolnych, odpowiedniej jakości domów i mieszkań, prowadzi to do powstawania rozległych obszarów zurbanizowanych. Wielu z nowoprzybyłych mieszkańców żyje w slumsach, bez dostępu do kanalizacji, wody pitnej i elektryczności. O skali problemu świadczy to, że w 2003 r. 40% populacji KSR mieszkało w miastach, a liczba miast liczących ponad 1 mln mieszkańców wynosiła ponad 300<sup>120</sup>. W 37 aglomeracjach mieszkało co najmniej 10 mln osób, a w 3 (Bombaju, São Paulo i Meksyku) ponad 15 mln.

---

<sup>113</sup> *Human Development Report 2007/2008: Fighting Climate Change: Human Solidarity in a Divided World*, United Nations Development Programme, New York 2008, s. 298-301.

<sup>114</sup> S. Smith, M. Todaro, *Economic Development*, Addison Wesley, Boston 2008, s. 48-49.

<sup>115</sup> *World Employment 1996/1997: National Policies in Global Context*, International Labour Organization, Geneva 1996, s. 139-195.

<sup>116</sup> S. Smith, M. Todaro, op. cit., s. 41.

<sup>117</sup> Z. Dobrska (red.), *Rozwarstwienie dochodów a rozwój gospodarczy w krajach Trzeciego Świata*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1990, s. 20.

<sup>118</sup> R. Piasecki, *Ekonomia rozwoju*, op. cit., s. 83.

<sup>119</sup> *Human Development Report 2007/2008*, op. cit., s. 175-183.

<sup>120</sup> E.W. Nafziger, *Economic Development*, Cambridge University Press, Cambridge 2006. s. 316.

Nadmierne tempo procesu urbanizacji jest powiązane z kolejną cechą większości KSR, tj. z degradacją środowiska naturalnego. Presja na stan środowiska jest wywierana w szczególności w wyniku szybkiego przyrostu liczby ludności i nadmiernej eksploatacji zasobów w celu osiągnięcia natychmiastowych korzyści, kosztem długoterminowego zachowania ich stanu, przykładem jest jałowienie gleby poprzez niezachowywanie podstawowych zasad produkcji rolnej<sup>121</sup>. Niekorzystny wpływ mają również procesy urbanizacji i industrializacji.

KSR charakteryzuje (w większości przypadków) niekorzystna pozycja w międzynarodowym podziale pracy<sup>122</sup>. Świadczą o tym zwłaszcza następujące cechy gospodarek: zbyt słabo zdywersyfikowana struktura handlu zagranicznego (podatność na załamania spowodowane gwałtownymi zmianami cen światowych), zbyt niski napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz brak powiązanych z nimi transferów wiedzy naukowo-technicznej, a także nadmierne uzależnienie procesu finansowania rozwoju gospodarczego od kredytodawców zagranicznych i oficjalnej pomocy finansowej ze strony organizacji międzynarodowych lub bezpośrednio KWR.

Kolejną cechą gospodarek KSR jest niewystarczający rozwój instytucji ekonomicznych i politycznych<sup>123</sup>. Wdrażane programy stabilizacji makroekonomicznej, uzyskiwane środki pomocowe lub inwestycje dokonywane przez podmioty zagraniczne mają ograniczoną skuteczność we wspieraniu procesu rozwoju, gdy instytucje danego kraju są słabo rozwinięte. W wielu KSR brak sprawnego systemu prawnego, instytucji polityki fiskalnej i monetarnej, prawidłowo działających mechanizmów rynkowych (zwłaszcza na rynkach nieruchomości i finansowych) oraz organizacji społeczeństwa obywatelskiego, niezależnych od władz państwowych (np. związków zawodowych i organizacji religijnych oraz mediów).

Jak już wspomniano, w większości KSR rynki różnego rodzaju, w tym nieruchomości, kapitałowe, ubezpieczeniowe i walutowe, są słabo rozwinięte. Koszty braku dobrze funkcjonujących rynków są wysokie. Przykładowo, brak sprawnego rynku walutowego utrudnia zagraniczną ekspansję przedsiębiorstw i zniechęca obcych inwestorów, a brak odpowiednich mechanizmów rynku nieruchomości utrudnia ochronę praw prywatnych posiadaczy nieruchomości.

---

<sup>121</sup>Ibid., s. 420.

<sup>122</sup>M. Szostak, *Ogólna charakterystyka*, op. cit., s. 16.

<sup>123</sup>E.W. Nafziger, op. cit., s. 107-139.

Poza brakiem mechanizmów rynkowych na dynamikę wzrostu gospodarczego w KSR szczególnie negatywnie wpływa nieobecność instytucji charakterystycznych dla zdemokratyzowanych KWR, takich jak sprawna i przejrzysta administracja oraz legislacja, mechanizmy przestrzegania praw dotyczących własności prywatnej i zawartych kontraktów. Typowe dla wielu KSR (zwłaszcza afrykańskich) są rządy personalistyczne, prowadzące do całkowitej utraty wiarygodności podstawowych instytucji gospodarczych i prawnych<sup>124</sup>. Przykładem takiego reżimu była Liberia za rządów Charlesa Taylora oraz Nigeria, gdy u władzy był Sani Abacha (1993-1998)<sup>125</sup>. Podobna sytuacja ma miejsce w Korei Północnej, rządzonej przez dynastię Kim. Choć w latach 90. XX w. Kim Jong Il ostrożnie zaczął wprowadzać reformy w celu uniknięcia całkowitej zapaści gospodarczej (np. zezwolił na otwarcie małych, indywidualnych straganów), to szybko się z nich wycofał, nie chcąc dopuścić do przyspieszenia rozwoju kosztem osłabienia swojej władzy<sup>126</sup>.

Wiele wybranych demokratycznie rządów w KSR nie przestrzega ograniczeń władzy zawartych w kluczowych aktach prawnych. Tworzone są nieformalne zasady sprawowania władzy, a opozycja jest prześladowana lub korumpowana. Powszechna jest korupcja urzędników oraz nadużycia ze strony aparatu administracyjnego, wspieranego przez rządzące reżimy. Tego typu nadużycia występują najczęściej w gospodarkach opartych na eksporcie surowców, gdzie zdobycie kontroli nad najważniejszymi przedsiębiorstwami handlującymi z zagranicą umożliwia w praktyce przejęcie większości wpływów z tego tytułu oraz decydowanie o losie powiązanych, mniejszych przedsiębiorstw<sup>127</sup>. W KSR z bardziej zdywersyfikowanymi gospodarkami grupy sprawujące władze nie mogą w tak łatwy sposób sprawować kontroli nad najważniejszymi bogactwami kraju, stąd też takie kraje są zazwyczaj bardziej liberalne (np. Indie, RPA, Tanzania, Togo)<sup>128</sup>.

### 1.3. Systemy finansowe krajów słabo rozwiniętych

System finansowy określonego kraju jest jednym z kluczowych elementów całości układu powiązań gospodarczych. Niezależnie od stopnia zaawansowania gospodarczo-społecznego danej gospodarki pełni zbliżone funkcje, wśród których najistotniejszą jest

<sup>124</sup> J. Auvinen, E.W. Nafziger, *Economic Development, Inequality, War and State Violence*, "World Development", 2(30)/2002, s. 154.

<sup>125</sup> Ibid., s. 156.

<sup>126</sup> G. Fairclough, *North Korean Puzzle: How Far Will Reform Go?*, "The Wall Street Journal", 24.11.2002, s. A12.

<sup>127</sup> M. Berdal, D. Malone (red.), *Greed and Grievance: Economic Agendas in Civil Wars*, Lynne Rienner, Boulder 2000, s. 123-124.

<sup>128</sup> E.W. Nafziger, F. Stewart, R. Vayrynen (red.), *War, Hunger and Displacement: The Origins of Humanitarian Emergencies*, Oxford University Press, Oxford 2000, s. 440-448.

umożliwianie przekształcenia oszczędności gospodarstw domowych w inwestycje przedsiębiorstw z wykorzystaniem pośrednictwa instytucji i rynków sektora finansowego. Nie ulega jednak wątpliwości, że kształt systemów finansowych KSR jest znacząco różny od ich odpowiedników w krajach na wyższym poziomie rozwoju, co wynika z szeregu wewnętrznych i zewnętrznych czynników politycznych, prawnych i historycznych. Ze względu na duże zróżnicowanie tej grupy nie jest możliwe podanie pełnego opisu systemu finansowego odpowiadającego sytuacji wszystkich KSR. Na podstawie zestawienia z charakterystykami systemów finansowych KWR można określić jednak szereg głównych cech wspólnych.

Po pierwsze, dualizm systemu gospodarczego, jedną z najważniejszych cech charakterystycznych KSR, można zaobserwować także w sektorze finansowym, który dzieli się na segment zorganizowany (formalny) i niezorganizowany (nieformalny), o diametralnie różnych strukturach i sposobach funkcjonowania<sup>129</sup>.

Segment zorganizowany tworzą rynek kapitałowy, banki komercyjne i państwowe, bank centralny i inne instytucje rządowe, w tym udzielające kredytów sektorowi rolnemu. Część niezorganizowana sektora finansowego składa się z nieregulowanych firm pożyczkowych (nierzadko należących do organizacji przestępczych), kredytów udzielanych przez właścicieli ziemskich, handlarzy płodami rolnymi i członków rodzin. Choć w pewnym zakresie mają miejsce przepływy funduszy między segmentem formalnym i nieformalnym (głównie motywowane różnicami w stopach procentowych), to w dużej mierze funkcjonują one odrębnie.

Dostęp do źródeł finansowania to jeden z najważniejszych czynników rozwoju przedsiębiorstw. Jednak w KSR znaczący odsetek firm (według niektórych szacunków wytwarzających ok. 30% całego PKB tej grupy państw<sup>130</sup>) prowadzi działalność gospodarczą z pominięciem oficjalnych instytucji państwowych tj. bez rejestracji, opłacania podatków i składek na ubezpieczenia społeczne. W związku z tym tego typu podmioty nie dysponują ujmowanymi oficjalnie aktywami lub przepływami finansowymi, będącymi podstawą określania ich zdolności kredytowej przez oficjalne instytucje finansowe. W połączeniu z wysokimi cenami oferowanych usług finansowych<sup>131</sup>, większość gospodarstw domowych

---

<sup>129</sup>S. Ghatak, *Introduction to Development Economics*, Routledge, London 2005, s. 95-96.

<sup>130</sup>S. Spratt, *Development Finance: Debates, dogmas and new directions*, Routledge, London 2008, s. 94.

<sup>131</sup>Wysoka cena kredytów bankowych wynika z tego, że niemal wszystkie wnioski kredytowe dotyczą niewielkich kwot (z punktu widzenia banków). Jednak koszty stałe, związane z obsługą kredytu, są takie same lub niekiedy wyższe (z powodu wyższego poziomu ryzyka) jak dla kredytów o wysokiej wartości.

oraz małych i średnich przedsiębiorstw zmuszona jest do korzystania z oferty pożyczkodawców z segmentu niezorganizowanego, którego najistotniejsze cechy to:

- niesformalizowany charakter operacji przeprowadzanych z klientami,
- elastyczne warunki operacji kredytowych (przede wszystkim w aspekcie kosztów kredytów oraz przedstawianych zabezpieczeń),
- funkcjonowanie w szarej lub czarnej strefie gospodarki<sup>132</sup>.

Brak dostępu do regulowanego sektora finansowego w KSR skutkuje dużo większym niż w KWR natężeniem wykluczenia finansowego, czyli brakiem kontaktu z/lub dostępem do oficjalnych usług finansowych. We wszystkich KSR, dla których dostępne są odpowiednie szacunki, ponad połowa mieszkańców nie posiada nawet podstawowego rachunku bankowego<sup>133</sup>. Poza opisanym powyżej segmentem pożyczek nieformalnych, w ostatnich latach pojawiły się nowe możliwości zmniejszenia stopnia wykluczenia finansowego, przede wszystkim w wyniku rozpowszechnienia dostępu do tzw. mikrokredytów, czyli kredytów o niskich kwotach, udzielanych przy minimalnym zabezpieczeniu i przy ograniczonych formalnościach<sup>134</sup>. Są one przeznaczone przede wszystkim dla drobnych przedsiębiorców i w gruncie rzeczy można je określić jako element systemu finansowego na granicy segmentu formalnego i nieformalnego.

Drugą istotną cechą systemów finansowych KSR jest silna kontrola państwa, w znacznie większym zakresie niż w KWR<sup>135</sup>. Rządy KSR są bezpośrednio lub pośrednio właścicielami licznych banków. Poprzez prowadzoną politykę pieniężną oraz kontrolę nad rynkami kredytów bankowych (w drodze decyzji właścicielskich) w wielu KSR utrzymują stopy procentowe na sztucznie zaniżonym poziomie. Skutkiem tego jest nadwyżka popytu nad podażą i racjonowanie kredytów, które staje się częścią polityki uzyskiwania wpływów dla określonych grup – są one udzielane na podstawie decyzji rządowych powiązanych podmiotom, niezależnie od racjonalności ekonomicznej, co prowadzi do zaburzenia mechanizmu prawidłowej alokacji kapitału w gospodarce (w wielu przypadkach środki uzyskane z kredytów przeznaczone są na nietrafione inwestycje lub wręcz wyprowadzane poza przedsiębiorstwa). Nadmierna obecność państwa w sektorze bankowym doprowadziła w niektórych KSR do kryzysów finansowych i załamania gospodarczego (najbardziej znanym przykładem jest kryzys azjatycki w 1997 r., który został wywołany m.in. przez błędną

---

<sup>132</sup>S. Ghatak, op. cit., s. 95.

<sup>133</sup>S. Spratt, op. cit., s. 95.

<sup>134</sup>W dominującej obecnie na świecie formie mikrokredyty zostały spopularyzowane poprzez działalność Grameen Bank z Bangladeszu, którego pomysłodawca M. Yunus otrzymał w 2006 r. Pokojową Nagrodę Nobla.

<sup>135</sup>J. Pera, *Międzynarodowy rynek finansowy a kraje rozwijające się*, [w:] S. Miklaszewski (red.), op. cit., s. 103-104.

politykę kredytową banków powiązanych z państwem w krajach Azji Południowo-Wschodniej)<sup>136</sup>.

Rządy KSR kontrolują również rynek walutowy poprzez ustalanie kursu waluty krajowej i powiązane z tym interwencje oraz kontrolę nad przepływami kapitału. W przeciwieństwie do KWR, gdzie dominują obecnie systemy walutowe oparte na kursach płynnych, władze wielu KSR decydują się na usztywnienie kursu walutowego, traktowanego jako jedno z narzędzi polityki handlowej. Poza interwencjami, w celu zachowania kontroli nad kursem waluty rządy podejmują także inne działania, obejmujące m.in. zakaz zakupu i posiadania walut obcych przez podmioty prywatne lub ograniczenie możliwości ich zakupu jedynie na określone przez władze cele.

Kolejną ważną kwestią jest inflacja, która w KSR jest jednym z głównym problemów gospodarczych. Choć na początku XXI w. w większości KSR stopy inflacji uległy obniżeniu<sup>137</sup>, to jeszcze w latach 80. XX w. hiperinflację notowano w niektórych krajach uważanych dzisiaj za jedne z czołowych gospodarek wśród tej grupy, np. w Brazylii stopa inflacji w skali roku wynosiła 400%, w Argentynie ponad 1500%, a w Boliwii niemal 24000%<sup>138</sup>. W aspekcie sektora finansowego ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez władze tych państw prowadzi do spadku realnej wartości posiadanych aktywów finansowych i zmniejszenia ich atrakcyjności inwestycyjnej.

Poza wymienionymi powyżej, niezmiernie istotnymi cechami sektora finansowego w danym kraju są struktura i otoczenie regulacyjne i kontrolne (w uproszczeniu można je określić jako nadzór finansowy). Choć pomiędzy poszczególnymi KSR można zaobserwować istotne różnice w strukturach systemów finansowych, to wspólnym aspektem większości z nich jest to, że są zorientowane bankowo, a nie rynkowo (w przeciwieństwie do KWR, gdzie trudno wyróżnić jedną dominującą formę), co oznacza, że kredyty bankowe są najważniejszym typem zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw. Poniżej opisano najważniejsze cechy sektorów bankowych (rynki akcji zostaną omówione w kolejnej części rozdziału, zaś rynki obligacji i instrumentów pochodnych pominięto ze względu na ich niewielkie rozmiary w KSR).

---

<sup>136</sup>W. Małecki, R. Piasecki, A. Sławiński, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 109-110.

<sup>137</sup>Niechlubnym wyjątkiem jest np. Zimbabwe, gdzie roczna stopa inflacji wynosiła w 2007 r. (ostatnie potwierdzone dane) ponad 24000%, a w 2008 r. według niektórych obliczeń ponad kilka miliardów procent. Zob. S. Hanke, A. Kwok, *On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation*, "Cato Journal", wol. 29, nr 2, 2009, s. 355.

<sup>138</sup>J. Pera, op. cit., s. 107.

W tabeli 1.3 przedstawione zostały wybrane wskaźniki służące do opisu poziomu rozwoju sektora bankowego w dwóch grupach krajów: KSR i KWR (podział krajów przeprowadzono na podstawie klasyfikacji Banku Światowego). Zdecydowanie niższa wartość wskaźnika całkowitych rozmiarów sektora bankowego (aktywa banków w stosunku do PKB) w KSR w stosunku do KWR świadczy o jego niższym poziomie rozwoju. Wniosek ten potwierdzają również wskaźniki wartości kredytów dla sektora prywatnego i depozytów bankowych (oba w odniesieniu do PKB). Wszystkie wymienione wskaźniki są w krajach uboższych ponad dwukrotnie niższe niż w krajach bogatszych. Z jednej strony niedorozwój sektora bankowego można traktować jako poważną barierę rozwoju gospodarczego, z drugiej zaś strony, doświadczenia kryzysu finansowego 2008 r. wskazują na to, że po przekroczeniu pewnej granicy nadmierne rozmiary banków w odniesieniu do całości gospodarki mogą stać się poważnym czynnikiem destabilizującym.

**Tabela 1.3. Wybrane wskaźniki sektora bankowego w KSR i KWR (dane za 2011 r.)**

Wskaźnik	Średnia wartość w KSR	Średnia wartość w KWR
Aktywa sektora bankowego/PKB	0,45	1,10
Kredyty udzielone sektorowi prywatnemu/PKB	0,37	1,06
Depozyty bankowe/PKB	0,43	0,93
Koszty operacyjne banków/Aktywa sektora bankowego	0,04	0,02
Aktywa 3 największych banków/Aktywa sektora bankowego	0,65	0,76

Zródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: Data and Analysis*, "World Bank Policy Research Working Paper", nr 4943, 2009 (aktualizacja kwiecień 2013).

Równie ważna jak analiza rozmiarów sektora bankowego jest analiza efektywności jego funkcjonowania. W tym celu można wykorzystać wskaźnik kosztów operacyjnych banków w stosunku do ich aktywów. O ile dla badanej grupy KWR wyniósł on w 2011 r. przeciętnie 0,02, o tyle dla KSR już 0,04. Pokazuje to, że banki w KSR ponoszą wyższe koszty w przeliczeniu na jednostkę aktywów, czyli działają w mniej efektywny sposób, co wynika m.in. z zacofania technologicznego, braku odpowiednio wykształconych kadr i niestabilności otoczenia politycznego i prawnego.

Współczynnik koncentracji sektora bankowego (obliczony jako udział aktywów trzech największych banków w całości aktywów sektora) jest dość zbliżony dla obydwu grup państw



(nieznacznie wyższą wartość przyjmuje w KWR), co oznacza, że, niezależnie od poziomu ogólnego rozwoju gospodarczo-społecznego, współczesne sektory bankowe są zazwyczaj dość silnie skoncentrowane, z dominacją niewielkiej grupy banków, najczęściej należących do międzynarodowych instytucji finansowych. Dla zdecydowanej większości głównych światowych banków krajami macierzystymi są jednak KWR (nieliczne wyjątki to przede wszystkim wielkie banki chińskie).

Choć rozmiary i efektywność banków w KSR są nadal niższe niż w KWR, to w ciągu ostatnich kilkunastu lat rozpiętość w poziomie rozwoju zaczęła się zmniejszać. Jest to głównie skutkiem kryzysu bankowego w KWR, który spowodował istotne zmniejszenie tempa rozwoju banków w tych państwach; w tym samym czasie w KSR dynamika wzrostu była nadal wysoka. Przykładowo, jeszcze w 2005 r. aktywa sektora bankowego w KSR odpowiadały 19% PKB<sup>139</sup>. Zbliżony trend można było zaobserwować w odniesieniu do efektywności działania banków.

#### **1.4. Cechy charakterystyczne rynków akcji w krajach słabo rozwiniętych**

Podobnie jak opisane powyżej sektory bankowe, także rynki akcji w KSR znajdują się na niższym poziomie rozwoju. Co więcej, w większości tych państw odgrywają one w stosunku do banków mniejszą rolę w systemie finansowym. Jednak w ciągu ostatnich kilkunastu lat można zauważyć wzrost ich znaczenia – w wielu krajach stały się istotną częścią gospodarki i jednym z ważniejszych źródeł finansowania.

**Tabela 1.4. Wybrane dane i wskaźniki dotyczące rynków akcji w KSR i KWR (dane za 2010 r.)**

<b>Wskaźnik</b>	<b>Wartość w KSR</b>	<b>Wartość w KWR</b>
Kapitalizacja rynków akcji/PKB	0,79	0,98
Obroty na rynkach akcji/PKB	0,69	1,22
Współczynnik obrotu	0,92	1,29

Współczynnik obrotu to iloraz wartości obrotów na rynku akcji i realnej (skorygowanej indeksem cen konsumenckich – CPI) przeciętnej kapitalizacji rynku akcji w danym okresie.

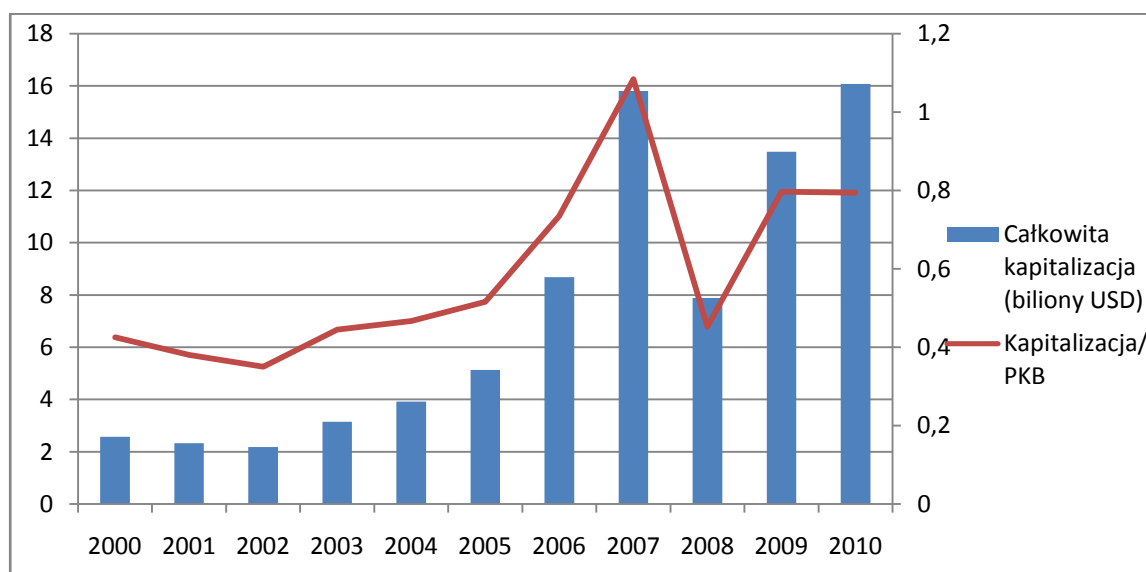
Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A.Demirgüç-Kunt, R. Levine op. cit.; *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Na podstawie danych za 2010 r. (tabela 1.4) łączna kapitalizacja rynków akcji (wartość rynkowa wszystkich spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych) w

<sup>139</sup>T. Beck, A.Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

KSR wyniosła 16,1 bln USD, czyli 79,4% ich PKB, całkowita wartość obrotów 13,96 bilionów USD (68,9% PKB), a liczba notowanych spółek 18926 (na 10000 mieszkańców KSR przypadało 0,03 spółki). Współczynnik obrotu, będący jedną z najpopularniejszych miar aktywności uczestników rynków akcji, wyniósł dla KSR 0,92. Łączna kapitalizacja spółek notowanych na giełdach, a także wartość obrotów akcjami w KWR były zdecydowanie wyższe – kapitalizacja wyniosła 42,81 bln USD, a obroty 51,61 bln USD. Biorąc pod uwagę wielkości względne, tj. w stosunku do PKB tych krajów, dysproporcje w poziomie rozwoju rynków akcji są jeszcze bardziej wyraźne. Względna kapitalizacja notowanych spółek w KWR była o ok. 1/4 wyższa niż w KSR (98,44%). Wskaźniki płynności, a tym samym aktywności uczestników na rynkach akcji (obroty do PKB i w pewnym stopniu współczynnik obrotu), potwierdzają wyraźną lukę, nie tylko pod względem wielkości rynków akcji, ale także, co z punktu widzenia wypełniania przez mechanizmy tych rynków swoich funkcji jest jeszcze istotniejsze, w zakresie efektywności ich funkcjonowania.

**Rys. 1.1. Kapitalizacja rynków akcji w KSR w latach 2000-2010**

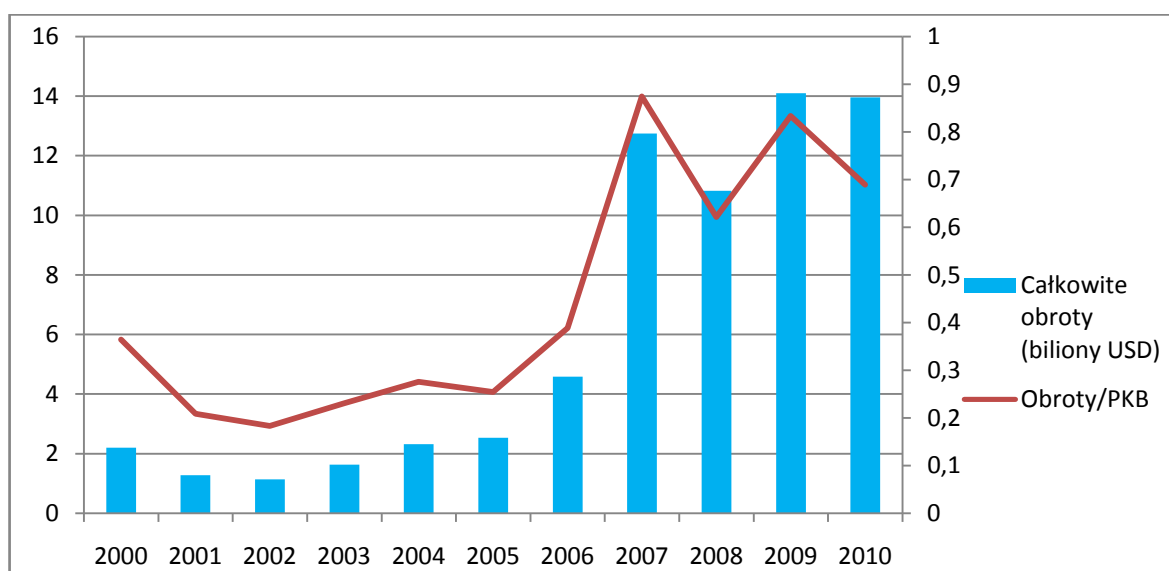


Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Mimo nadal obecnego wyraźnego zacofania rozwoju rynków akcji w KSR względem KWR w ciągu ostatnich kilkunastu lat w szybkim tempie zwiększały się ich rozmiary i płynność, zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i względnym. W 2000 r. całkowita kapitalizacja rynków akcji w krajach mniej zaawansowanych gospodarczo wynosiła 2,57 bln USD, co odpowiadało 0,43 (43%) PKB (zob. rys. 1.1). Kolejne 2 lata to czas niewielkiego regresu i spadku wartości tych wskaźników, ale, począwszy od 2003 r., miał miejsce bardzo szybki rozwój. Kapitalizacja spółek z KSR wyniosła w szczytowym 2007 r. ponad 100% PKB, czyli osiągnęła wartość wyższą niż dla KWR w 2010 r. W wyniku światowego kryzysu finansowego, którego najintensywniejsza faza przypadła na koniec roku 2008, w KSR

nastąpił wysoki spadek rozmiarów rynków akcji, spowodowany przede wszystkim wycofywaniem się inwestorów zagranicznych i towarzyszącego temu załamaniu cen papierów wartościowych. W 2009 r. nastąpiło wyraźne odbicie indeksów giełdowych, które doprowadziło do ponownego wzrostu rozmiarów rynków akcji. Głównym powodem odbicia był powrót kapitału z KWR, związany z brakiem widocznej poprawy sytuacji gospodarczej krajów bogatszych oraz pojawianiem się kolejnych punktów zapalnych (przede wszystkim kryzys zadłużeniowy w strefie euro), przy jednocześnie wysoko ocenianych perspektywach rozwoju KSR i względnie większej odporności na zawirowania w światowej gospodarce. Na koniec 2010 r. łączna kapitalizacja rynków akcji w KSR osiągnęła najwyższą wartość w historii. Względna kapitalizacja pozostała na niższym poziomie niż w rekordowym 2008 r., ale należy ocenić, że w dużej mierze ceny akcji z 2007 r. były nadmiernie wysokie w stosunku do rzeczywistej kondycji finansowej spółek.

**Rys. 1.2. Obroty na rynkach akcji w KSR w latach 2000-2010**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Rynki akcji w KSR stały się w trakcie pierwszych lat XXI w. również bardziej zaawansowane pod względem płynności. W 2000 r. łączna wartość obrotów wynosiła 2,2 bln USD (36,4% PKB). Przez kolejne kilka lat, podobnie jak w aspekcie rozmiarów, wielkość obrotów w ujęciu absolutnym i relatywnym spadała (zob. rys. 1.2). Jednak od 2003 r., mimo pewnych wahań, można zaobserwować tendencję wzrostową. Najwyższe względne obroty na rynkach akcji w KSR zanotowano w 2007 r. (87,4% PKB), a pod względem wartości absolutnej szczytowym punktem był 2009 r. Warto odnotować bardzo wysoki, niemal dwukrotny, wzrost obrotów akcjami w ciągu jednego roku (lata 2006-2007). Jest to konsekwencja wspomnianych powyżej przepływów kapitału w okresie przed załamaniem indeksów giełdowych na świecie jesienią 2008 r. Spadek obrotów w 2008 r. był mniejszy niż

spadek kapitalizacji. Nie oznacza to jednak, że pod tym względem rynki akcji w KSR mniej ucierpiały w wyniku kryzysu, lecz jest wynikiem transakcji sprzedaży akcji przez wycofujących się inwestorów zagranicznych. W latach 2009-2010 obroty były wyższe niż w 2007 r., ale jedynie pod względem wartości absolutnej.

Emisja akcji jest, obok kredytów bankowych, podstawowym zewnętrznym źródłem finansowania przedsiębiorstw. Choć kredyty bankowe pozostają w KSR najważniejszą metodą finansowania działalności, to w coraz większej mierze wykorzystywane jest też pozyskiwanie środków z wykorzystaniem rynku akcji. W 2010 r. spółki z KSR<sup>140</sup> pozyskały poprzez rynki akcji 259 mld USD<sup>141</sup>. Kwota ta została obliczona jako suma pierwotnych i wtórnych emisji akcji skorygowana o skupy akcji dokonane przez spółki. Większość wartości tego finansowania (152 mld USD), przypadła na emisje typu IPO (związane z dopuszczeniem do notowań giełdowych), reszta na kolejne emisje akcji (120 mld USD; wartość skupu akcji to 13 mld USD).

Od kilku lat spółki z KSR przeprowadzają IPO o większej wartości niż spółki z KWR. W skali całego świata, najwięcej kapitału pozyskały w ten sposób przedsiębiorstwa korzystające z giełd chińskich. W 2011 r. na całkowitą kwotę 170 mld USD IPO na wszystkich światowych rynkach akcji, aż 50,5 mld USD przypadało na giełdy chińskie (ok. 30% wszystkich transakcji)<sup>142</sup>. Podobna sytuacja miała miejsce w 2010 r., kiedy udział Chin w światowych IPO wyniósł ok. 32% (w łącznej sumie 284,6 mld USD). W ujęciu globalnym, KSR odpowiadały za 57% (wartościowo) wszystkich IPO.

W rozbiciu na poszczególne transakcje największym IPO na świecie w 2011 r. była oferta szwajcarskiego giganta surowcowego Glencore (10 mld USD; część akcji wprowadzono do obiegu poprzez giełdę w Hong Kongu)<sup>143</sup>. W pierwszej dwudziestce listy (na 6. miejscu) znalazła się też inna spółka z Europy, która zdecydowała się na notowanie na giełdzie w Hong Kongu, włoska Prada (2,8 mld USD). Niemal wszystkie kolejne miejsca zajęły spółki chińskie, w tym Sinohydro Group (2,1 mld USD) i Chow Tai Fook Jewelry (2 mld USD). Warto odnotować też obecność jednej spółki argentyńskiej (Arcos Dorados Holdings; 1,4 mld USD) i jednej rosyjskiej (Yandex; również 1,4 mld USD), które jednak nie zdecydowały się na pozyskanie kapitału poprzez krajowe rynki akcji, lecz wykorzystywały giełdy amerykańskie.

---

<sup>140</sup>Z powodu braku danych, przytaczane informacje o emisji akcji dotyczą wyłącznie KSR zaliczanych do rynków wschodzących.

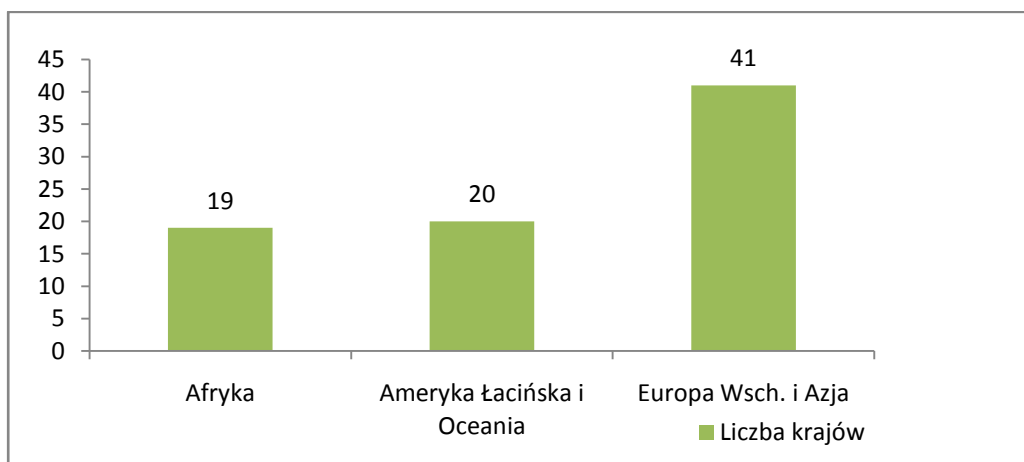
<sup>141</sup>S. Lund, J. Piotrowski, C. Roxburgh, *Mapping global capital markets 2011*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2011, s. 15.

<sup>142</sup>*Global IPO Trends 2012: Prepare early, move fast*, Ernst&Young, London 2012, s.3.

<sup>143</sup>*Ibid.*, s. 7.

Kluczowym elementem rynku kapitałowego (w tym rynku akcji) w danym kraju jest giełda papierów wartościowych. Nie należy jednak utożsamiać rynku kapitałowego wyłącznie z giełdą, gdzie dokonywane są transakcje kupna i sprzedaży akcji spółek. Brak tej instytucji nie oznacza, że miejscowe przedsiębiorstwa nie korzystają całkowicie z finansowania poprzez emisję akcji sprzedawanych na rynku publicznym, ponieważ mogą one w niektórych przypadkach (w zależności od przepisów i regulacji nadzorczych) dokonywać tego typu transakcji poprzez giełdy w innych państwach. Nie oznacza on również, że w krajach tych brak innych części rynku akcji – jeżeli prawo danego kraju przewiduje możliwość zakładania spółek akcyjnych, oznacza to, że w obrocie (legalnym lub nie) mogą znajdować się ich akcje. Giełda papierów wartościowych, choćby na elementarnym poziomie rozwoju, jest jednak podstawą funkcjonowania krajowego rynku akcji, bez niej ma on charakter marginalny i nie posiada większego znaczenia dla systemu finansowego i gospodarczego. O ile niemal wszystkie KWR posiadają giełdy (wyjątkiem są najmniejsze państwa, które korzystają z dostępu do giełd w innych krajach), o tyle wśród KSR są one obecne jedynie w pewnej części, zazwyczaj najlepiej rozwiniętych krajów. Przyczyn tego stanu rzeczy jest kilka. Przede wszystkim, giełd brak w najbardziej zacofanych gospodarczo krajach, w których przedsiębiorstwa niemal nie korzystają z finansowania zewnętrznego. Po drugie, w części krajów gospodarka ma zbyt małe rozmiary, aby tworzyć własne giełdy (dotyczy to w szczególności najmniejszych krajów wyspiarskich). Po trzecie, w niektórych KSR przepisy nie przewidują możliwości zakładania spółek akcyjnych. Wreszcie po czwarte, niektóre KSR zdecydowały się na stworzenie wspólnych giełd w ramach ugrupowań integracyjnych.

**Rys. 1.3. KSR z giełdami papierów wartościowych według kontynentów (stan na 31.12.2011 r.)**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *2011 WFE Market Highlights*, World Federation of Exchanges, Paris 2012, s. 6-18; *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Według stanu na koniec 2011 r. (zob. rys. 1.3) giełdy znajdowały się w 80 krajach zaliczanych do KSR (w niektórych z nich więcej niż jedna)<sup>144</sup>, z czego 19 położonych było w Afryce (do tego jedna giełda regionalna)<sup>145</sup>, 20 w Ameryce Środkowej i Południowej oraz Oceanii (na Fidzi), 41 w Europie Wschodniej i Azji. Przyjmując zmodyfikowaną klasyfikację krajów według poziomu rozwoju przygotowywaną przez MFW, m.in. z usuniętymi z grupy KSR krajami UE, giełdy znajdowały się w nieco ponad połowie KSR (w 51,9% tj. w 80 na 154 łącznie).

Najsłabiej rozwinięte w skali całego globu są rynki akcji w krajach afrykańskich. Mimo dość szybkiego rozwoju w latach 90. XX w. i na początku XXI w. ich rozmiary i płynność są nadal niewielkie. Choć pozornie grupa krajów z giełdami papierów wartościowych jest obecnie dość liczna (jest ich 19, a jeszcze w 1989 r. było zaledwie 5), to nad całą resztą wyraźną przewagę ma południowoafrykański rynek akcji (giełda w Johannesburgu). Jego kapitalizacja wyniosła 1,01 bln USD, czyli ponad 90% łącznej kapitalizacji wszystkich giełd afrykańskich<sup>146</sup>.

Na wyższym poziomie rozwoju znajdują się rynki akcji w Ameryce Południowej i Środkowej. Podobnie jak w Afryce, także w tym regionie istnieją duże dysproporcje między poszczególnymi krajami pod względem rozmiarów i płynności rynków akcji. Łączna kapitalizacja rynków akcji z obszaru Ameryki Łacińskiej i Karaibów to, według danych za 2010 r., 2,77 bln USD<sup>147</sup>. Najważniejszym rynkiem akcji w Ameryce Łacińskiej jest Brazylia, gdzie kapitalizacja wyniosła 1,55 bln USD, ponad połowę wartości całego regionu. Inne ważne rynki akcji to Meksyk (kapitalizacja 454 mld USD), Chile (342 mld USD) i Kolumbia (209 mld USD). Jednocześnie na tym obszarze znajdują się giełdy o znacznie niższej kapitalizacji, przede wszystkim krajów karaibskich, choć najmniejszą giełdą jest paragwajska (kapitalizacja 42 mln USD; dla porównania na Jamajce wynosi 6,62 mld USD). W ujęciu względnym przeciętny stosunek kapitalizacji do PKB to 57,7%, przy czym na największym, brazylijskim rynku, nieznacznie przekroczył 72%.

Spośród wszystkich KSR największe pod względem rozmiarów są rynki akcji w krajach azjatyckich. Rozwijają się dynamicznie od kilkunastu lat, z wyjątkiem dwóch okresów, kiedy doszło do załamania tempa wzrostu: pierwszym był kryzys azjatycki w 1997 r., a drugim kryzys finansowy od 2008 r., po którym odbicie wydaje się być znacznie szybsze.

---

<sup>144</sup>Pominięte zostały giełdy, na których brak obrotów papierami wartościowymi lub są one minimalne.

<sup>145</sup>S. Mensah, *Demutualizing African Stock Exchanges: Challenges and Opportunities*, African Stock Exchanges Association, Cairo 2005, s. 8-9.

<sup>146</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

<sup>147</sup>Wszystkie dane za: *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Ich łączna kapitalizacja w 2010 r. to 12,6 bln USD (przy 16,2 bln USD razem dla wszystkich KSR). Dwa najważniejsze rynki akcji w Azji to Chiny i Indie. Kapitalizacja giełd chińskich (w Szanghaju i Shenzhen) wyniosła w 2010 r. 4,76 bln USD (czyli 80% PKB), wartość obrotów 8,6 bln USD (146% PKB), a liczba notowanych spółek 2063. Dla Indii kapitalizacja wynosiła 1,62 biliona USD (95,9% PKB), obroty 1,06 biliona USD (62,7% PKB), liczba spółek obecnych na giełdzie 4987. Rynek akcji z kapitalizacją nieco powyżej 1 biliona USD w 2010 r. (67,5% PKB) znajdował się także w kolejnym kraju z grupy BRIC, czyli w Rosji. Można więc stwierdzić, że te trzy kraje są najważniejszymi elementami w kontynentalnej sieci powiązań finansowych oraz kluczowymi miejscami pozyskiwania kapitału i obrotu akcjami w regionie<sup>148</sup>.

Rynki akcji w KSR znajdują się na różnych poziomach rozwoju i tworzą bardzo niejednorodną grupę, o czym świadczą przedstawione powyżej statystyki. Sytuacja poszczególnych krajów ulega jednak ciągłym zmianom i w niektórych z nich rynki akcji osiągnęły już stopień dojrzałości zbliżony lub przewyższający KWR. W celu opisanego procesu rozwoju rynków akcji w KSR i wyjaśnienia do pewnego stopnia ich heterogeniczności, można wyróżnić cztery fazy rozwoju rynków akcji w tych państwach: embrionalną, niskiej aktywności, rosnącej aktywności i dojrzałości<sup>149</sup>.

Rynki akcji w fazie embrionalnej są słabo zorganizowane pod względem infrastruktury technicznej z systemem aukcyjnym z jedną sesją handlu (niekiedy kilkoma), która ma miejsce jedynie w wybrane dni tygodnia, czasami raz na tydzień lub jeszcze rzadziej. Obroty na rynkach akcji w fazie embrionalnej są bardzo niskie, także liczba notowanych spółek nie przekracza zwykle 10. Małe zainteresowanie inwestorów wynika ze słabo rozwiniętego prawa dotyczącego rynków akcji i nadzoru nad systemem finansowym. Zdecydowana większość rynków akcji w KSR znajdowała się w pewnym momencie na tym etapie rozwoju, obecnie do tej grupy zaliczyć można prawie wszystkie rynki afrykańskie oraz niektóre w Ameryce Łacińskiej (np. Peru) i Azji (np. Gruzja).

Następnym etapem jest faza niskiej aktywności rynkowej. Najważniejszym wyróżnikiem rynków akcji w tym stadium są reformy systemu finansowego. Obejmują one m.in. prywatyzację przedsiębiorstw, która wprowadza ożywienie na krajowe rynki finansowe. Bezpośrednimi następstwami prywatyzacji są wzrost kapitalizacji oraz liczby spółek

---

<sup>148</sup> M. Wróblewski, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy wobec kryzysów walutowych*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2009, s. 71-72.

<sup>149</sup> M. Derrabi, M. Leseure, *Global Asset Allocation: Risk and Return on Emerging Stock Markets*, "Centre for the Study of Emerging Markets Series", nr 10, 2005, s. 6-7; A. Marszk, *Rynki akcji w krajach wschodzących*, op. cit., s. 16-24.

notowanych na giełdzie, zwiększenie liczby uczestników rynku i wartości obrotów, a także większe zainteresowanie ze strony inwestorów zagranicznych. W fazie niskiej aktywności rynkowej znajdują się obecnie m.in. Pakistan, Ekwador, Bośnia i Hercegowina.

Jeżeli rządy KSR kontynuują wprowadzanie reform systemu finansowego, w szczególności w zakresie efektywności rynków akcji, wówczas ich skutkiem może być przejście do fazy aktywnego rozwoju. Poza reformami rządowymi, aby zaliczyć rynek akcji do tej fazy, konieczna jest także poprawa mikrostruktury rynku akcji i wprowadzenie automatycznych, sterowanych komputerowo systemów notowań ciągłych. Przykładowe KSR w tej fazie to przede wszystkim rynki wschodzące np. Argentyna, Chile, Meksyk, RPA, Indonezja, Turcja.

Rynki akcji w ostatniej fazie, dojrzałości, są zbliżone do swoich odpowiedników w KWR, zarówno pod względem zasad działania i otoczenia nadzorczego, jak i pod względem wielkości i płynności. Ich wrażliwość na szoki zewnętrzne jest jednak nadal wysoka. Dowodem na to może być zachowanie rynków akcji wielu KSR w trakcie kryzysu azjatyckiego 1997 r., kiedy nawet na pozornie wysoko rozwiniętych rynkach doszło do gwałtownego załamania<sup>150</sup>. Najważniejsze KSR na tym etapie rozwoju rynków akcji to Malezja, niektóre kraje Zatoki Perskiej, a z czwórki BRIC Brazylia i Indie.

Niektóre z KSR trudno zaliczyć do jednej z czterech powyższych faz, ponieważ ich rynki akcji spełniają jedynie część kryteriów danego etapu. Dwa najważniejsze przykłady to Chiny i Rosja. Pod względem rozmiarów i płynności, rynek chiński należy do jednych z najlepiej rozwiniętych na świecie, ale obowiązują na nim poważne bariery w dostępie dla inwestorów zagranicznych – można przyjąć, że znajduje się w stadium między fazą aktywnego rozwoju i dojrzałości. Jeszcze większych problemów nastęrcza określenie miejsca rynku akcji w Rosji, gdzie prywatyzacja została przeprowadzona na niewielką skalę, kapitalizacja rynkowa jest wysoka, ale występują poważne problemy w przeprowadzaniu transakcji znacznym odsetkiem akcji i częste zaburzenia mechanizmów wyceny, przez co spełnia on jednocześnie kryteria faz dojrzałości i aktywnego rozwoju, ale też, choć w niewielkim stopniu, niskiej aktywności.

---

<sup>150</sup>A. Harwood, R. Litan, M. Pomerleano, *Financial Markets & Development: The Crisis in Emerging Markets*, Brookings, Washington DC 1999, s. 117-120.



## **Rozdział 2**

# **Znaczenie rynków akcji w procesach wzrostu i rozwoju gospodarczego**

### **2.1. Przegląd dorobku ekonomii rozwoju**

Kwestia przyczyn różnic w zamożności państw świata od czasów A. Smitha pozostaje jednym z podstawowych obszarów badawczych nauk ekonomicznych. Na przestrzeni lat poglądy ekonomistów i dominujące paradygmaty zmieniały się, co związane było najczęściej z mankamentami dotychczasowych teorii zauważanymi przez nowych autorów. Wraz z coraz powszechniejszą akceptacją koncepcji procesu rozwoju jako odrębnej od wzrostu gospodarczego pojawiła się nowa grupa teorii i modeli dotyczących zarówno rozwoju gospodarczego i społecznego, jak i zacofania oraz niedorozwoju.

W tej części pracy przedstawione zostaną w pierwszej kolejności (w ujęciu chronologicznym) najistotniejsze teorie wzrostu i rozwoju gospodarczego<sup>151</sup>, a następnie najważniejsze czynniki wzrostu oraz rozwoju i podsumowanie współczesnej debaty w zakresie wspomnianych zagadnień. Wybór opisywanych koncepcji został przeprowadzony pod kątem znaczenia akumulacji kapitału, oszczędności i inwestycji, czyli najważniejszej sfery oddziaływania rynku akcji na gospodarkę. Zagadnienie to zostanie omówione szczegółowo w kolejnej, drugiej części rozdziału, zawierającej rozważania dotyczące powiązania rynku akcji z gospodarką, obejmujące (najistotniejsze z punktu widzenia tematu pracy) teorie dotyczące kierunku i siły oddziaływań między rozwojem rynku akcji a procesami wzrostu i rozwoju gospodarczego. Ostatnia część rozdziału poświęcona będzie przedstawieniu i ocenie wyników badań empirycznych dotyczących tej tematyki.

#### **2.1.1. Teorie wzrostu gospodarczego**

Pierwsze teorie wzrostu gospodarczego, na których oparto wiele kolejnych, zostały zaproponowane przez A. Smitha i D. Ricardo, odpowiednio pod koniec XVIII i na początku XIX w. A. Smith stwierdził, że wartość dla społeczeństwa tworzy właściwie wykorzystana

---

<sup>151</sup> Rozróżnienie pomiędzy teoriami wzrostu oraz rozwoju związane jest z trudnościami wynikającymi z mnogości definicji drugiego z wymienionych procesów (jest to zauważalne zwłaszcza w odniesieniu do najnowszych teorii). W tekście przyjęto klasyfikację stosowaną najczęściej w opracowaniach dotyczących ekonomii rozwoju. Zob. J. Telep, op. cit., s. 37-112; B. Fiedor, K. Kociszewski (red.), *Ekonomia rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010, s. 47-225.

siła robocza. Liczba pracowników, a także ich produktywność zależy od zasobu kapitału, którego wzrost jest niezbędny w celu pogłębiania podziału pracy<sup>152</sup>. Kapitał jest więc najistotniejszym czynnikiem wzrostu gospodarczego, a tempo zmian zależy od podziału produktu pomiędzy konsumpcję i akumulację, przy czym wyższy udział akumulacji oznacza wyższą stopę wzrostu<sup>153</sup>. Zgodnie z teorią A. Smitha wysokie tempo wzrostu gospodarczego nie może zostać utrzymane w długim okresie, co wynika z tzw. stagnacji sekularnej – wraz z zwiększaniem zasobu kapitału realizowane są inwestycje z coraz niższą rentownością, wskutek czego następuje spadek zysków, ograniczenie inwestycji i stagnacja gospodarki; w rezultacie zostaje osiągnięty stan, w którym brak jest akumulacji netto kapitału, a liczba ludności gotowej do pracy za wynagrodzenie wynoszące tzw. minimum egzystencji stabilizuje się<sup>154</sup>.

D. Ricardo rozwinął model A. Smitha poprzez wprowadzenie podziału gospodarki na sektor rolniczy i przemysłowy oraz dodanie dwóch nowych założeń – malejącej produktywności czynników wytwórczych (w jego teorii ziemi) oraz nadwyżki siły roboczej w rolnictwie<sup>155</sup>. D. Ricardo, podobnie jak A. Smith, traktował w swojej teorii zmiany technologiczne i ulepszone techniki wytwórcze jako mało istotne zmienne, umożliwiające wyłącznie czasowe zmniejszenie skutków malejącej krańcowej produktywności czynników produkcji – jedynym długookresowym rozwiązaniem była akumulacja kapitału<sup>156</sup>.

Kolejna ważna teoria wzrostu gospodarczego została przedstawiona kilkadziesiąt lat później przez K. Marksa. Jej główna struktura zbliżona jest do teorii D. Ricardo, gdyż K. Marks założył nieskończoną elastyczność podaży pracy, stanowiącą podstawę szybkiej akumulacji kapitału na poziomie płac wyznaczonym przez minimum egzystencji. Ważnym elementem teorii K. Marksa, różnym od prac A. Smitha i D. Ricardo, jest założenie o skłonności kapitalistów do substytucji pracy kapitałem, wskutek czego ich udział w dochodach rośnie, a pracowników maleje; tendencja do narastania nierówności miałyby być tym samym nieodłączną cechą gospodarki kapitalistycznej<sup>157</sup>.

---

<sup>152</sup>Y. Godo, Y. Hayami, op. cit., s. 123-124.

<sup>153</sup>A. Białek-Jaworska, *Dlaczego system podatkowy wpływa na wzrost gospodarczy?*, [w:] J. Bednarczyk, S. Bukowski, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Mechanizmy i źródła wzrostu gospodarczego: Polityka ekonomiczna a wzrost gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008, s. 266.

<sup>154</sup>J. Telep, op. cit., s. 26; Z. Dokurno, B. Fiedor, *Klasyczne i neoklasyczne teorie wzrostu gospodarczego*, [w:] B. Fiedor, K. Kociszewski (red.), op. cit., s. 50-51.

<sup>155</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, *Od teorii wzrostu do ekonomii rozwoju*, [w:] A. Bąkiewicz, U. Żuławska (red.), op. cit., s. 66-67.

<sup>156</sup>S. Ghatak, op. cit., s. 43; E.W. Nafziger, op. cit., s. 124-125.

<sup>157</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 68.

W następnych dziesięcioleciach wydarzeniem o prawdopodobnie największym wpływie na kształt nauk ekonomicznych, a także na praktykę życia gospodarczego było opublikowanie i popularyzacja teorii J.M. Keynesa. Zastosowanie teorii keynesowskiej dla KSR nastęrcza wielu problemów, ograniczających znacznie jej użyteczność; związane są one z cechami gospodarek tych krajów – dualizmem gospodarczym (szczególnie ważny w tym kontekście jest dualizm rynku pieniężnego), brakiem dobrowolnego bezrobocia, a przede wszystkim niedostatecznymi oszczędnościami i inwestycjami a nie brakiem popytu jako główną barierą wzrostu<sup>158</sup>.

Przełomem w badaniach nad wzrostem gospodarczym były prace opublikowane w latach 30. i 40. XX w. przez R. Harroda i E. Domara, którzy zastosowali w analizie funkcję produkcji. Modele wzrostu gospodarczego R. Harroda i E. Domara są zazwyczaj łączone i określane jako model Harroda-Domara, choć w gruncie rzeczy są to dwie odrębne koncepcje<sup>159</sup>. Zgodnie z modelem Harroda-Domara stopa wzrostu produkcji (wielkość bezwzględna),  $g$ , obliczona może zostać za pomocą następującego wzoru<sup>160</sup>:

(2)  $g = s/c$ , gdzie:

$s$  – udział oszczędności w dochodzie narodowym (stopa oszczędności),

$c$  – współczynnik kapitałochłonności równy wielkości kapitału odniesionej do produkcji.

W modelu zakłada się stałość współczynnika  $c$  przy danej technologii, co oznacza, że stopa wzrostu dochodu narodowego jest proporcjonalna do zmian stopy oszczędności – tym samym możliwe jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego poprzez zwiększenie oszczędności przeznaczonych na finansowanie inwestycji. Model ten był wykorzystywany do uzasadnienia interwencjonizmu państwowego w KSR – jeżeli przyjmie się, że stopa oszczędności rośnie wraz z dochodem per capita, to w krajach uboższych będzie niska, co skutkować będzie niskim tempem wzrostu; konieczna będzie więc aktywna rola państwa w gospodarce i zwiększenie oszczędności poprzez planowanie rządowe i finansowanie zewnętrzne<sup>161</sup>.

Kolejnym przełomem w zakresie analizy wzrostu gospodarczego był neoklasyczny model R. Solowa opisany w pracy z 1956 r.<sup>162</sup>, który do dzisiaj wykorzystywany jest przez badaczy zajmujących się tą tematyką<sup>163</sup>. Model Solowa różni się istotnie od modelu Harroda-

---

<sup>158</sup>J. Telep, op. cit., s. 23-24.

<sup>159</sup>G.A. Olszewska, *Egzogeniczne i endogeniczne modele wzrostu gospodarczego a transformacja gospodarstwa*, [w:] J. Bednarczyk, S. Bukowski, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), op. cit., s. 123.

<sup>160</sup>Y. Godo, Y. Hayami, op. cit., s. 135.

<sup>161</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 69-70.

<sup>162</sup>R. Solow, *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, "The Quarterly Journal of Economics", wol. 70, nr 1, 1956, s. 65-94.

<sup>163</sup>Model bywa został przedstawiony niemal w tym samym czasie przez dwóch autorów (drugim był T. Swan). Zob. R. Barro, X. Sala-i-Martin, *Economic Growth*, MIT Press, Cambridge 1999, s. 15.

Domara. W teorii Solowa uwzględniono dwa czynniki wytwórcze – pracę i kapitał rzeczowy, co umożliwiło analizę ich stosowania w różnych proporcjach, tj. odmiennych technologiach wytwórczych, podczas gdy w modelu opartym na teorii keynesowskiej produktywność inwestycji była stała (kapitałochłonność produkcji stała się zmienną, nie parametrem)<sup>164</sup>. Ważną zmianą w stosunku do modelu Harroda-Domara jest przyjęcie założenia o malejącej krańcowej produktywności obu czynników produkcji wraz z ograniczoną substytucyjnością między nimi, co oznacza, że możliwe jest osiągnięcie wzrostu gospodarczego przy braku interwencji państwowej<sup>165</sup>.

Ogólna postać funkcji produkcji w modelu Solowa jest następująca<sup>166</sup>:

$$(3) Y = F(K, L, T, A).$$

Zgodnie z powyższym wzorem wartość PKB zależy od nakładów czynników wytwórczych (użytych zasobów), odpowiednio kapitału (K), pracy (L) i ziemi (T) oraz od współczynnika postępu technicznego (tj. efektywności wykorzystania zasobów) – A. Przy założeniu o stałości zasobów naturalnych (w dalszej części opisu teorii ziemia została pominięta) oznacza to, że proces wzrostu spowodowany jest dwoma grupami czynników – ekstensywnymi (zwiększanie nakładów pracy i kapitału) oraz intensywnym (postęp techniczny).

W modelu Solowa mogą być wykorzystywane różne rodzaje funkcji produkcji, ale zdecydowanie najczęstszą postacią analityczną jest ta oparta na funkcji Cobba-Douglasa, przyjmująca postać<sup>167</sup>:

$$(4) Y = aK^\alpha L^\beta \text{ dla } \alpha > 0, \beta > 0, \text{ gdzie:}$$

a – miara postępu technicznego,

$\alpha$  – elastyczność produkcji względem kapitału,

$\beta$  – elastyczność produkcji względem pracy<sup>168</sup>.

Szczególным przypadkiem, zazwyczaj stosowanym w badaniach nad wzrostem gospodarczym, jest funkcja z założeniem stałych efektów skali, która ma następującą postać (oznaczenia jak wyżej)<sup>169</sup>:

$$(5) Y = aK^\alpha L^{1-\alpha} \text{ dla } \alpha > 0, \beta > 0, \alpha + \beta = 1.$$

---

<sup>164</sup>L. Balcerowicz, A. Rzońca, *Wzrost gospodarczy, znaczenie, zróżnicowanie, metody badania*, [w:] L. Balcerowicz, A. Rzońca (red.), *Zagadki wzrostu gospodarczego: Siły napędowe i kryzysy – analiza porównawcza*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 19.

<sup>165</sup>M.G. Woźniak, *Wyznaczniki pro wzrostowej strategii ograniczającej nierówności społeczne wynikające z teorii wzrostu*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 4, 2004, s. 77-87.

<sup>166</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 70-71.

<sup>167</sup>R. Bartkowiak, *Rozwój myśli ekonomicznej*, op. cit., s. 52.

<sup>168</sup>Pozostałe oznaczenia jak we wzorze (3).

<sup>169</sup>Ibid., s. 53.

Tak jak we wcześniejszych teoriach, również u R. Solowa podstawowym źródłem wzrostu gospodarczego są inwestycje, które zwiększają zasób kapitału. Wynika to z tego, że kapitał jest traktowany jako nośnik postępu technicznego (zwłaszcza nowy)<sup>170</sup>. Wartość inwestycji warunkowana zaś jest oszczędnościami w gospodarce, co prowadzi do wniosku o kluczowej roli skłonności do oszczędzania. Jednak znaczenie samych inwestycji, jak zostanie wyjaśnione poniżej, w długim okresie spada.

W celu zwiększenia zasobów kapitału, zgodnie z modelem Solowa, wartość inwestycji musi być wyższa od deprecjacji kapitału (dodatnia akumulacja kapitału netto)<sup>171</sup>. Ponadto, aby zasób kapitału w stosunku do liczby zatrudnionych wzrastał, stopa oszczędności musi przewyższać stopę przyrostu naturalnego.

W długim okresie widoczny staje się wpływ malejącej krańcowej produktywności kapitału. Wzrost oszczędności (tj. również inwestycji) prowadzi w krótkim okresie do przyspieszenia wzrostu gospodarczego (produkcji na 1 zatrudnionego), trwającego do momentu osiągnięcia punktu równowagi, w którym stopa wzrostu produkcji zrównuje się z stopą przyrostu naturalnego poprzez dostosowanie współczynnika kapitałochłonności (stosunek nakładów kapitału i pracy)<sup>172</sup>. Zgodnie z modelem Solowa zwiększanie stopy oszczędności przyczynia się do przyspieszenia tempa wzrostu jedynie w okresie przejściowym (skutki w postaci wyższego poziomu PKB per capita są jednak stałe), ale w długim okresie tempo to zależy od sił wpływających na produktywność czynników produkcji (postęp techniczny) – zwiększają one zasób kapitału, produkcję oraz konsumpcję (wszystkie trzy wartości w przeliczeniu na 1 mieszkańca) w stanie równowagi<sup>173</sup>.

Zastrzeżenia dotyczące praktycznych implikacji modelu Solowa (wraz z m.in. modelem Harroda-Domara określanych mianem modeli egzogenicznych) przyczyniły się do wysunięcia teorii wzrostu endogenicznego<sup>174</sup>. W modelach tych postęp techniczny, który jest np. w modelu Solowa w długim okresie najważniejszym czynnikiem wzrostu, jest wyjaśniany w ramach modelu, a nie determinowany przez siły zewnętrzne. Oznacza to, że wzrost gospodarczy jest w nich efektem postępu technicznego, który jest skutkiem działalności wytwórczej (np. uczenie się poprzez praktykę, ang. *learning-by-doing*), akumulacji kapitału ludzkiego lub decyzji przedsiębiorstw, podejmujących prace badawczo-naukowe w celu

---

<sup>170</sup>M. Majchrzak, *Światowy wzrost gospodarczy w II dekadzie XXI wieku. Aspekty teoretyczne i empiryczne*, [w:] S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Wzrost gospodarczy i finanse międzynarodowe*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2011, s. 36.

<sup>171</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 70-71.

<sup>172</sup>Ibid., s. 82; G.A. Olszewska, op. cit., s. 122; A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 71.

<sup>173</sup>M.G. Woźniak, op. cit., s. 82.

<sup>174</sup>Modele egzogeniczne nazywane są tak ze względu na to, że zmienne, takie jak stopa oszczędności i postęp techniczny traktowane są jako czynniki egzogeniczne, poza obszarem analizy.

zwiększenia zysków<sup>175</sup>. Tym samym możliwe jest zniwelowanie wpływu malejącej krańcowej produktywności czynników produkcji, a postęp techniczny staje się zależny od działania bodźców ekonomicznych (w sektorze prywatnym i państwowym)<sup>176</sup>.

Rozszerzeniem modelu Solowa i swoistym ogniwem pośrednim pomiędzy modelami egzo- i endogenicznymi jest model Mankiwa-Romera-Weila, w którym pojęcie kapitału zostało poszerzone, tak aby uwzględniało również kapitał ludzki (nie tylko rzeczowy). Funkcja produkcji ma w tym modelu następującą postać (poszczególne czynniki wzrostu to kolejno nakłady kapitału rzeczowego, ludzkiego i pracy w ujęciu efektywnościowym)<sup>177</sup>:

$$(6) Y = F(K, H, AL).$$

Podobnie jak w modelu Solowa przyrost produkcji w modelu Mankiwa-Romera-Weila zależy od inwestycji w zasoby kapitału i pracy, co wskazuje na znaczenie oszczędności. Ponadto, w obu modelach zwiększenie stopy inwestycji w kapitał rzeczowy lub ludzki prowadzi jedynie do czasowego zwiększenia stopy wzrostu produkcji. Podstawową różnicą jest dodanie założenia o komplementarności inwestycji w kapitał rzeczowy i ludzki. Postęp techniczny jest nadal traktowany jako zmienna egzogeniczna, ale model ukazuje znaczenie kapitału ludzkiego, będącego częścią teorii endogenicznych.

Do najważniejszych modeli endogenicznych należą model AK (gdzie kapitał ludzki jest ujmowany łącznie razem z innymi typami kapitału) oraz model Uzawy-Lucasa (kapitał ludzki jako odrębny czynnik wytwórczy)<sup>178</sup>. W drugim z wymienionych modeli przyjmuje się, że inwestowanie w kapitał ludzki jest istotne dla długoterminowego tempa wzrostu, ponieważ pojawiają się wówczas efekty wewnętrzne (wyższa wydajność pracy posiadacza kapitału) oraz zewnętrzne (m.in. wyższa produktywność kapitału rzeczowego). Z tego względu posiadany przez dany kraj zasób kapitału ludzkiego determinuje przyszłą stopę wzrostu gospodarczego (a w związku z efektami zewnętrznymi korzystnie oddziałuje także zwiększenie oszczędności i akumulacji kapitału rzeczowego).

W endogenicznych teoriach wzrostu gospodarczego rola państwa jest większa niż w teoriach neoklasycznych, gdyż poprzez politykę gospodarczą możliwe jest oddziaływanie na poziom PKB per capita (poprzez stopę inwestycji) oraz tempo jego zmian (poprzez produktywność czynników produkcji)<sup>179</sup>.

---

<sup>175</sup>L. Balcerowicz, A. Rzońca, op. cit., s. 23.

<sup>176</sup>H.C. Binswanger, *Spirala wzrostu*, Wydawnictwo Zysk i S-ka, Poznań 2011, s. 233-234.

<sup>177</sup>G.A. Olszewska, op. cit., s. 125.

<sup>178</sup>M.G. Woźniak, op. cit., s. 84.

<sup>179</sup>L. Balcerowicz, A. Rzońca, op. cit., s. 23

W ciągu ostatnich kilkunastu lat ekonomiści, dostrzegając wiele niedoskonałości modeli egzo - i endogenicznych, opartych na różnych rodzajach funkcjach produkcji, ograniczających ich wykorzystanie w praktyce<sup>180</sup>, zaczęli poszukiwać innych determinantów wzrostu gospodarczego. Obecnie szczególnie akcentuje się rolę instytucji, stąd przedstawiony zostanie ten nurt współczesnych teorii wzrostu (należy zaznaczyć, że teorie instytucjonalne są też zaliczane do teorii rozwoju gospodarczego)<sup>181</sup>.

Instytucje dzielone są na dwie grupy – publiczne i prywatne. Do pierwszej zalicza się m.in. system prawny i sądownictwo, prawa własności oraz przejrzystość instytucji rządowych i przedsiębiorstw, zaś do drugiej m.in. izby handlowe i wzajemność partnerów transakcji. Inny podział to klasyfikacja instytucji rynkowych (D. Rodriki), w ramach której wyróżnia się 4 grupy: tworzące rynek (głównie prawa własności), stabilizujące rynek (np. polityka pieniężna), regulujące rynek (np. efekty zewnętrzne) oraz osłonowe (np. ubezpieczenia)<sup>182</sup>.

Ekonomiści, będący autorami teorii wzrostu opartych na aspektach instytucjonalnych, kładą nacisk na różne czynniki. Jednak zazwyczaj jednym z głównych elementów tych teorii są prawa własności. Na tematyce instytucji praw własności w KSR jako bariery wzrostu i rozwoju koncentruje się w swoich pracach m.in. prekursor nurtu instytucjonalnego, H. de Soto<sup>183</sup>. Zgodnie z jego teorią przyczyną zacofania szeregu krajów Afryki, Azji czy Ameryki Łacińskiej jest brak możliwości wykorzystywania posiadanego kapitału (praw własności do kapitału) ze względu na niedysponowanie formalnymi, udokumentowanymi tytułami własności charakterystycznymi dla krajów najwyżej rozwiniętych. Zbiór zaleceń, które dotyczą systemu instytucjonalnego sprzyjającego wzrostowi gospodarczemu, obecnych najczęściej w teoriach głównego nurtu współczesnej ekonomii, obejmuje: prywatne, gwarantowane prawa własności, ochronę praw udziałowców, oparte na regułach relacje pomiędzy rządem i przedsiębiorcami, niezmonopolizowane rynki produkcji, zderegulowany do określonego stopnia system finansowy (oparty na rynku kapitałowym), swobodę przepływu kapitału, zdecentralizowane rynki pracy; D. Rodrik stwierdza ponadto, że do

---

<sup>180</sup>Przykładem jest dynamiczny wzrost gospodarczy np. w Korei Płd. i Singapurze, który trudno wyjaśnić za pomocą opisanych modeli.

<sup>181</sup>Zdaniem D.C. Northa, który stworzył podwaliny współczesnej instytucjonalnej teorii wzrostu, rola instytucji związana jest z problemem kosztów transakcyjnych. Od obu tych czynników zależy efektywność rynków, a także poziom motywacji do inwestowania w nowe technologie, kapitał ludzki i organizacja sprawnych rynków. Instytucje umożliwiają obniżenie kosztów transakcji, wprowadzanie nowych produktów na rynek oraz poprawę dostępu do informacji. Zob. R. Piasecki, *Rozwój gospodarczy a globalizacja*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003, s. 59; R. Piasecki, *Ekonomia rozwoju*, op. cit., s. 25-28.

<sup>182</sup>Ibid.

<sup>183</sup>H. de Soto, op. cit.

przyspieszenia wzrostu nie jest konieczne osiągnięcie powyższego modelowego systemu, wystarczą zmiany cząstkowe<sup>184</sup>.

Omawiając światową dyskusję dotyczącą przyczyn wzrostu gospodarczego nie można pominąć dorobku zapomnianej niemal całkowicie (wydaje się, że nawet bardziej w Polsce niż na świecie) „Polskiej Szkoły Rozwoju”, której najwybitniejszym przedstawicielem był M. Kalecki<sup>185</sup>. M. Kalecki analizował podstawy wzrostu zarówno w gospodarce kapitalistycznej, jak i socjalistycznej. Nawiązując do modelu Harroda jako najważniejsze czynniki wpływające na stopę wzrostu PKB traktował stopę inwestycji oraz postęp techniczny<sup>186</sup>. Według M. Kaleckiego w gospodarce kapitalistycznej oszczędności rentierów stanowią przeszkodę dla wzrostu, gdyż ograniczają konsumpcję i poziom produkcji. Nowe decyzje inwestycyjne są zaś pochodną wynalazków, które zwiększają zyskowność i umożliwiają osiągnięcie długookresowego wzrostu<sup>187</sup>. Negatywną oceną części oszczędności prywatnych M. Kalecki uzasadniał interwencję państwa, mającą na celu utrzymanie aktywności inwestycyjnej. W odniesieniu do KSR M. Kalecki zauważał trudności w zastosowaniu teorii J.M. Keynesa (zwłaszcza ograniczoną skalę zjawiska niedostatecznego popytu), a jako główną barierę wzrostu traktował niedostateczne inwestycje, których zwiększenie mogło być niemożliwe ze względu na zbyt niskie inwestycje prywatne, brak fizycznych zasobów oraz niedostateczną podaż dóbr pierwszej potrzeby; jako rozwiązanie proponował planowanie wieloletnie<sup>188</sup>.

---

<sup>184</sup>Z. Stańczyk, *Dyskusje o źródłach wzrostu gospodarczego w Azji Południowo-Wschodniej*, [w:] A. Wojtyła (red.), *Zależności między produktywnością, dochodami i zatrudnieniem w krajach na różnym poziomie rozwoju*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 204-205.

<sup>185</sup>Ekonomiści zaliczani do „Polskiej Szkoły Rozwoju” to m.in. M. Kalecki, Z. Dobrzańska, I. Sachs, Z. Sadowski i Cz. Bobrowski, którzy od lat 50. XX w. współpracowali w ramach seminariów poświęconych tematyce rozwojowej, a następnie w utworzonym w 1961 r. Międzyuczelnianym Zakładzie Problemowym Krajów Słabo Rozwiniętych działającym w SGPiS i UW. Tematyka badań obejmowała m.in. plany rozwojowe krajów zacofanych, funkcjonowanie „gospodarek mieszanych”, studia porównawcze nad drogami rozwoju i przeobrażeniami gospodarczo-społecznymi, a także koncepcje przedstawiane w ramach UNCTAD; prowadzono również cieszące się dużą popularnością i renomą kursy (określone nawet przez CIA jako szczególnie niebezpieczne ze względu na wysoki poziom merytoryczny i brak indoktrynacji komunistycznej), obejmujące tematykę wzrostu i rozwoju, przeznaczone dla przedstawicieli KSR. W 1968 r. całkowicie zlikwidowano Zakład M. Kaleckiego i powołano nową instytucję, która kontynuowała, na mniejszą skalę, część prac poprzedniej (głównie pod kierownictwem J. Nowickiego). Wskutek zmian systemowych w Polsce na początku lat 90. XX w. doszło do likwidacji wspomnianych instytucji naukowych i załamania polskich badań w obszarze KSR. Także sam znaczący dorobek „Polskiej Szkoły Rozwoju” jest niemal całkowicie pomijany przez polskich ekonomistów i nieobecny w różnego rodzaju opracowaniach (są jednak wyjątki – duże zasługi w popularyzacji tej tematyki ma M. Szostak). Zob. M. Kalecki, *Kraje rozwijające się. Studia varia: o ekonomii i ekonomistach*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1985, s. 294-312; M. Szostak, *Zapomniana Polska Szkoła Rozwoju*, „Gazeta SGH”, nr 4, 2007.

<sup>186</sup>M.G. Woźniak, *Podstawowa formuła wzrostu gospodarczego Michała Kaleckiego z perspektywy ekonomii neoinstytucjonalnej*, [w:] G. Musiał (red.), *Twórczość naukowa Michała Kaleckiego i jej znaczenie w teorii ekonomii*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2006, s. 146.

<sup>187</sup>E. Kowalczyk, *Michał Kalecki w polskiej i światowej ekonomii*, [w:] L. Olszewski (red.), *Instytucjonalne czynniki rozwoju gospodarczego pierwszej dekady XXI wieku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2009, s. 206.

<sup>188</sup>M. Kalecki, *Kraje rozwijające się. Studia varia: o ekonomii i ekonomistach*, op. cit., s. 33-35.



Teorie M. Kaleckiego nadal są przedmiotem refleksji ekonomistów, podejmowane są np. próby połączenia jego modelu z teorią neoinstytucjonalną<sup>189</sup>.

### 2.1.2. Teorie rozwoju gospodarczego

Pierwsze koncepcje zaliczane do teorii rozwoju zostały stworzone po II wojnie światowej przez ekonomistów z nurtu keynesowskiego. Są one określane mianem teorii pierwszej generacji i mają kilka wspólnych cech, do których należy zaliczyć podkreślanie roli ingerencji państwowej w życie gospodarcze (w szczególności w KSR), optymizm, co do możliwości osiągnięcia wysokiego poziomu rozwoju przez kraje uboższe oraz konieczność przeprowadzenia procesu przyspieszonej industrializacji<sup>190</sup>.

Pierwszą teorią zaliczaną do części ekonomii zajmującej się procesem rozwoju była teoria P. Rosensteina-Rodana z 1943 r., oparta na idei „wielkiego pchnięcia”<sup>191</sup>. P. Rosenstein-Rodan odniósł się do sytuacji europejskich krajów zniszczonych podczas II wojny światowej, które znalazły się w stanie równowagi przy niskim poziomie aktywności gospodarczej. Jego zdaniem możliwością wyjścia z tej sytuacji było podjęcie zdecydowanych działań w formie wielkich inwestycji w przemyśle realizowanych przez państwo – czynniki wzrostu gospodarczego tj. popyt i inwestycje nie wzrastają w sposób stopniowy a charakteryzują się zmianami skokowymi, niepodzielnością oraz efektami zewnętrznymi<sup>192</sup>. Poza efektami zewnętrznymi (np. obniżką kosztów inwestycji w branżach powiązanych) innym przewidywanym skutkiem „wielkiego pchnięcia” było zmniejszenie ukrytego bezrobocia, zwłaszcza na obszarach wiejskich. Łącznym efektem miały być przemiany jakościowe gospodarki w kierunku wyższego udziału inwestycji w dochodzie narodowym oraz rozwoju przemysłu kosztem rolnictwa<sup>193</sup>.

R. Nurkse jest autorem koncepcji nazwanej później przez G. Myrdalą „błędym kołem ubóstwa”, zgodnie z którą w gospodarkach KSR występuje negatywne sprzężenie zwrotne, utrwalające zacofanie i uniemożliwiające przejście na ścieżkę wzrostu gospodarczego<sup>194</sup>. Polega ono na tym, że w krajach ubogich w związku z niską zamożnością stan zdrowia ludności jest zły, co uniemożliwia podnoszenie kwalifikacji, zdobywanie nowych

---

<sup>189</sup>M.G. Woźniak, *Podstawowa formuła wzrostu gospodarczego Michała Kaleckiego z perspektywy ekonomii neoinstytucjonalnej*, op. cit., s. 154-160.

<sup>190</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 74.

<sup>191</sup>P. Rosenstein-Rodan, *Problems of Industrialization of Eastern and South-Eastern Europe*, “The Economic Journal”, wol. 53, nr 210-211, 1943, s. 202-211.

<sup>192</sup>E.W. Nafziger, op. cit., s. 133.

<sup>193</sup>K.A. Nawrot, op. cit., s. 31.

<sup>194</sup>R. Nurkse, *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*, Blackwell, Oxford 1953.

umiejętności oraz negatywnie wpływa na wydajność pracy, która jest dodatkowo obniżana niskim wyposażeniem kapitałowym. Skutkiem niskiej wydajności są niskie zarobki prowadzące do niskiej skłonności do oszczędzania, a tym samym niewystarczające inwestycje i akumulacja kapitału, powodujące brak wzrostu wyposażenia kapitałowego miejsc pracy i wydajności, brak wzrostu płac itd. – jest to tzw. „pułapka ubóstwa”<sup>195</sup>. Sposobem przełamania tego mechanizmu jest napływ kapitału, który może pochodzić z pomocy rozwojowej (albo kapitału portfelowego i BIZ) lub ze gromadzonych przez państwo oszczędności zbiorowych (przekazywanych jednak następnie bankom prywatnym w celu sfinansowania inwestycji i przejścia do „właściwego kręgu” (ang. *virtuous circle*)<sup>196</sup>.

Jednym z najważniejszych ekonomistów zajmujących się tematyką rozwoju był A. Lewis, twórca teorii wzrostu z nieograniczonymi zasobami pracy i prekursor rozważań dotyczących dualizmu gospodarczego<sup>197</sup>. Zgodnie z modelem Lewisa w KSR obecne są jednocześnie dwa sektory – tradycyjny, rolniczy (z niemal nieograniczoną podażą pracy) oraz nowoczesny, przemysłowy. W sektorze tradycyjnym krańcowa produktywność pracy jest zbliżona do zera, wyposażenie kapitałowe niskie i brak postępu technicznego. Mimo to płace są dodatnie i pozostają na poziomie minimum egzystencji. Aby przyciągnąć pracowników do sektora nowoczesnego konieczne jest występowanie różnicy w zarobkach (w modelu Lewisa wynoszącej 30%), które ma pokryć m.in. wyższe koszty życia, a która nie wzrasta w związku z nadwyżką siły roboczej na wsi. Zyski kapitalistów przeznaczane są na inwestycje tworzące kolejne miejsca pracy, czego konsekwencją jest dalszy przepływ ludności ze wsi do miast i stopniowa przemiana strukturalna gospodarki w kierunku likwidacji sektora tradycyjnego<sup>198</sup>.

Inną z najbardziej znanych teorii rozwoju jest teoria stadiów wzrostu W. Rostowa<sup>199</sup>, który podzielił przebieg procesów rozwojowych na 5 faz<sup>200</sup>:

1. społeczeństwo tradycyjne (oparte głównie na rolnictwie),
2. stadium tworzenia warunków do rozpoczęcia wzrostu: radykalne zmiany polegające m.in. na rewolucji w rolnictwie, dynamicznym wzroście importu kapitału finansowanego eksportem surowców, inwestycjach w infrastrukturę transportową,

---

<sup>195</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 75-76.

<sup>196</sup>R. Bartkowiak, *Ekonomia rozwoju*, op. cit., s. 47.

<sup>197</sup>O znaczeniu prac tego autora świadczy to, że data publikacji jego artykułu, w którym opisał wspomnianą teorię traktowana jest powszechnie jako początek nowej dziedziny – ekonomii rozwoju. Zob. A. Bąkiewicz, *Strukturalne aspekty rozwoju gospodarczego*, op. cit., s. 22.

<sup>198</sup>E.W. Nafziger, op. cit., s. 138-140.

<sup>199</sup>W. Rostow, *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*, Cambridge University Press, Cambridge 1960, s. 4-16.

<sup>200</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 79-80; L.J. Jasiński, *Blżej centrum czy na peryferiach? Polskie kontakty gospodarcze z zagranicą w XX wieku*, Centrum Europejskie Natolin/Wydawnictwo Trio, Warszawa 2011, s. 75; E.W. Nafziger, op. cit., s. 128-131; R. Bartkowiak, *Rozwój myśli ekonomicznej*, op. cit., s. 75-77.

3. stadium startu i trwałego wzrostu gospodarczego (ang. *takeoff*): najważniejsza faza rozwoju, podczas której niwelowane są bariery (przykład historyczny: rewolucja przemysłowa w Anglii pod koniec XVIII w.); główne warunki startu to stopa inwestycji wynosząca ponad 10%, gwałtowna ekspansja przynajmniej jednej gałęzi przemysłu, rozwój infrastruktury społecznej, politycznej i instytucjonalnej,
4. stadium dojrzałości technologicznej: ludność mieszka w większości w miastach, rozwija się system zabezpieczenia socjalnego,
5. społeczeństwo masowej konsumpcji: koncentracja na konsumpcji i zaspokajaniu potrzeb wykraczających poza podstawowe (etap osiągnięty w USA w latach 20. XX w.).

W modelu S. Kuzneta głównym przedmiotem zainteresowania są nierówności dochodowe oraz sekwencja przemian strukturalnych w trakcie procesu wzrostu i rozwoju<sup>201</sup>. Zgodnie z tym modelem w początkowym okresie wzrostu gospodarczego nierówności dochodowe zwiększają się. Wynika to z charakteru dokonywanych inwestycji (dominacja kapitałowych), wskutek czego najszybciej rosną dochody gospodarstw domowych, które najwięcej oszczędzają<sup>202</sup>. Wraz ze zwiększaniem zatrudnienia w sektorze przemysłowym, kosztem rolniczego (druga faza wzrostu), różnice zmniejszają się (wskutek spadku liczby mieszkańców obszarów wiejskich; dodatkowo przyjmowane jest założenie o aktywnej polityce społecznej).

Do teorii rozwoju drugiej generacji (najbardziej popularnych w latach 60. i 70. XX w., stopniowo wypieranych w latach 80.) zaliczane są prace ekonomistów z kilku nurtów m.in. strukturalistów i szkoły zależności<sup>203</sup>. I. Wallerstein rozwinął teorię systemu światowego, znaną jako teoria uzależnienia, która stała w sprzeczności z teorią stadiów W. Rostowa<sup>204</sup>. Zgodnie z modelem Rostowa, wszystkie kraje rozwijają się w ten sam sposób, zaś według I. Wallersteina, świat podzielony jest na obszary, przy czym miejsce danego regionu zależy od pozycji w międzynarodowym podziale pracy<sup>205</sup>. Najbogatszą częścią światowej gospodarki jest centrum, charakteryzujące się m.in. koncentracją kapitału, popytem na wysoko wykwalifikowaną siłę roboczą i zaawansowaniem technologicznym. Drugą skrajnością są peryferia tj. regiony z niewielkimi zasobami kapitału, prostymi technologiami i przewagą ludności wiejskiej. Dwa dodatkowe typy regionów to półperyferia (mogące jednocześnie wyzyskiwać peryferia i być wyzyskiwane przez centrum) oraz obszary zewnętrzne, poza

---

<sup>201</sup>S. Kuznets, op. cit.

<sup>202</sup>Z. Jakubczyk, op. cit., s. 141-144.

<sup>203</sup>Co ciekawe, jest to jedyny przypadek w historii ekonomii rozwoju, kiedy nowe kierunki myślowe zostały zaproponowane przez ekonomistów z KSR. Zob. A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 80.

<sup>204</sup>R. Bartkowiak, *Rozwój myśli ekonomicznej*, op. cit., s. 77-78.

<sup>205</sup>Z. Jakubczyk, op. cit., s. 145-149.

światowym systemem gospodarczym (np. Japonia przed epoką Meiji). Zgodnie z teorią I. Wallersteina szansą rozwojową dla krajów peryferyjnych jest skorzystanie z osłabienia regionów centrum (np. podczas kryzysu), prowadzenie autarkicznej polityki handlowej lub przyciąganie inwestorów zagranicznych<sup>206</sup>.

Głównym twórcą i przedstawicielem nurtu strukturalizmu był R. Prebisch<sup>207</sup>. Ekonomisci z tej szkoły uważali, że podstawowe bariery rozwojowe KSR tkwią w strukturalnych cechach całych systemów gospodarczo-społecznych<sup>208</sup>. Najważniejsze z nich to znaczenie i wydajność różnych sektorów gospodarki, stopień otwartości na handel międzynarodowy oraz specyfika przedsiębiorstw<sup>209</sup>. W ramach jednej gospodarki obecnych jest kilka różnych, mało ze sobą wzajemnie powiązanych struktur (wieloukładowość gospodarki); brak dostatecznej współpracy między nimi ogranicza potencjał rozwojowy krajów uboższych (innymi przeszkodami są brak elastyczności, liczne bariery i utrudnienia w prowadzeniu działalności gospodarczej, „wąskie gardła”, słabo rozwinięta infrastruktura). Ponadto, także w ramach całej gospodarki światowej występuje dualizm (struktura centrum-peryferia) oraz brak elastyczności.

Ekonomisci z nurtu zależności nawiązywali do prac R. Prebischa i I. Wallersteina oraz do marksizmu. Według takich autorów jak T. Dos Santos, A. Emmanuel, S. Amin, P. Baran, A. Frank, C. Furtado i O. Sunkel najważniejszą przyczyną zacofania KSR była dominacja krajów bogatych, które celowo uniemożliwiały wyjście z tego stanu. Oznacza to, że w teoriach zależności główne czynniki zacofania mają charakter zewnętrzny w stosunku do systemów społecznych i gospodarczych KSR (tj. peryferii w modelu Wallersteina)<sup>210</sup>. Wysoki poziom rozwoju części państw był wynikiem eksploatacji krajów ubogich, ścieżka ta nie mogła być jednak powtórzona przez KSR, gdyż brakowało regionów jeszcze bardziej zacofanych, stąd konieczne było stworzenie nowych koncepcji – dwa główne powstałe nurty teorii zależności to neomarksistowski (najważniejsza proponowana strategia rozwojowa to całkowite odrzucenie dotychczasowego systemu społecznego i gospodarczego w skali światowej) oraz reformistyczny (zamiast rewolucji proponowano reformę międzynarodowych stosunków gospodarczych w drodze negocjacji)<sup>211</sup>.

---

<sup>206</sup>Ibid., s. 146.

<sup>207</sup>R. Prebisch, *The economic development of Latin America and its principal problems*, ECLAC/United Nations Publication, New York 1950.

<sup>208</sup>A. Bąkiewicz, *Strukturalne aspekty rozwoju gospodarczego*, op. cit., s. 24.

<sup>209</sup>Z. Jakubczyk, op. cit., s. 137.

<sup>210</sup>M. Kalecki, *Kraje rozwijające się. Studia varia: o ekonomii i ekonomistach*, op. cit., s. 297-298.

<sup>211</sup>Poglądy zbliżone do reformistycznych teorii zależności obecne są też w encyklikach bł. Jana Pawła II i Benedykta XVI. Zob. K. Kociszewski, *Syntetyczne ujęcie współczesnych teorii wyjaśniających przyczyny zacofania krajów najslabiej rozwiniętych*, [w:] B. Fiedor, K. Kociszewski (red.), op. cit., s. 152-159.

Po kryzysie ekonomii rozwoju w latach 80. XX w., kiedy wiele ze strategii rozwojowych opartych na dotychczas proponowanych teoriach (z silną rolą państwa) straciło skuteczność, a grupa KSR stawała się coraz mniej jednorodna, na początku lat 90. zaczęły dominować poglądy neoliberalne<sup>212</sup>. Pod auspicjami takich organizacji jak MFW i BŚ powstała najbardziej znana i mająca w tamtym czasie największy wpływ na politykę gospodarczą KSR koncepcja Konsensusu Waszyngtońskiego; autorem najczęściej przytaczanej wersji jest J. Williamson<sup>213</sup>. Obejmowała ona 10 obszarów i zaleceń, których realizacja miała umożliwić stabilizację i wejście na ścieżkę wzrostową<sup>214</sup>:

1. niski deficyt budżetowy, bez konieczności sięgania po podatek inflacyjny,
2. wydatki publiczne powinny zostać zmniejszone w obszarach uwarunkowanych politycznie, gdzie trafia zbyt dużo środków w stosunku do osiągniętych korzyści ekonomicznych (z perspektywy rozwojowej), a przeznaczane na obszary z wysokimi korzyściami i możliwością poprawy dystrybucji dochodów, zwłaszcza na edukację, opiekę zdrowotną i infrastrukturę,
3. poszerzenie bazy podatkowej i zmniejszenie krańcowych stóp podatkowych,
4. liberalizacja finansowa z rynkowym mechanizmem ustalania stóp procentowych,
5. jednolity kurs walutowy, umożliwiający wzrost eksportu w sektorach nietradycyjnych,
6. zastąpienie ilościowych barier handlowych stopniowo obniżanymi cłami,
7. zniesienie barier w napływie BIZ,
8. prywatyzacja przedsiębiorstw,
9. zniesienie przepisów ograniczających konkurencję,
10. zapewnienie bezpieczeństwa praw własności, w szczególności w sektorze nieformalnym.

Wykorzystanie reguł Konsensusu Waszyngtońskiego przyniosło w niektórych krajach pozytywne rezultaty (np. w Korei Płd. i Tajlandii), w innych zaś skutki były negatywne bądź mało widoczne, co spowodowane było z jednej strony brakiem konsekwencji we wdrażaniu zaleceń programu (np. w Brazylii) a z drugiej ich wybiórczym bądź zbyt dogmatycznym traktowaniem<sup>215</sup>. W odpowiedzi na brak skuteczności Konsensusu Waszyngtońskiego zaczęto formułować odmienne koncepcje m.in. Konsensus z Santiago, w którym ponownie uwzględniono rolę państwa w korygowaniu niedoskonałości rynkowych<sup>216</sup>.

---

<sup>212</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 81-82.

<sup>213</sup>J. Williamson (red.), *Latin America Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, Washington D.C. 1990.

<sup>214</sup>J. Williamson, *The strange history of Washington consensus*, "Journal of Post Keynesian Economics", wol. 27, nr 2, 2005, s. 196.

<sup>215</sup>Z. Dokurno, *Koncepcje stabilizacji, programy i nowe paradygmaty rozwoju*, [w:] B. Fiedor, K. Kociszewski (red.), op. cit., s. 209-210.

<sup>216</sup>A. Bąkiewicz, U. Żuławska, op. cit., s. 83.

Najważniejszą wadą Konsensusu Waszyngtońskiego było, zdaniem Z. Dokurno, niedostateczne uwzględnienie zagadnienia stabilności systemu instytucjonalnego gospodarek, która może zostać naruszona przez wdrażanie wspomnianych zaleceń<sup>217</sup>. Kilkanaście lat po opublikowaniu pierwotnej wersji J. Williamson rozszerzył listę zaleceń Konsensusu (dodając m.in. silny system finansowy i nadzór nad nim oraz wzmocnienie ram instytucjonalnych gospodarki), wpisując się w nurt teorii instytucjonalnych, opisanych w ramach przeglądu teorii wzrostu<sup>218</sup>.

Teorie instytucjonalne (nazywane również neoinstytucjonalnymi) wydają się być dominującym nurtem we współczesnej ekonomii rozwoju, choć są również przedmiotem krytyki części ekonomistów. Do krytyków modeli z kluczową rolą instytucji w procesie rozwoju należy m.in. J. Sachs, zwolennik teorii opartej na czynnikach geograficznych (mających wpływ nie tylko pośredni, poprzez instytucje, ale przede wszystkim bezpośredni) oraz J. Frankel i D. Romer, akcentujący znaczenie handlu międzynarodowego<sup>219</sup>. W innych teoriach podkreśla się znaczenie kapitału ludzkiego i społecznego jako pierwotnego czynnika rozwoju i wzrostu gospodarczego, kształtującego także system instytucjonalny społeczeństwa<sup>220</sup> lub jako czynnika substytucyjnego wobec instytucji, co oznacza, że jest on szczególnie ważny w KSR, z zazwyczaj niską jakością instytucji<sup>221</sup>. Na podstawie dwóch kategorii czynników rozwoju (instytucji i kapitału społecznego) tworzone są teorie określane mianem postwaszyngtońskich, w których rozwój jest traktowany jako proces szerszy niż tylko wzrost produkcji (obejmujący także m.in. ochronę środowiska), a strategie rozwojowe powinny obejmować poprawę systemu edukacji (w celu wzrostu jakości kapitału społecznego), zapewnianie odpowiedniej infrastruktury instytucjonalnej (służącej długoterminowej efektywności inwestycji) i politykę ochrony środowiska<sup>222</sup>. Kolejną grupę stanowią teorie dotyczące wpływu czynników kulturowych, odwołujące się do poglądu M. Webera o kluczowym znaczeniu kultury dla rozwoju gospodarczego (jednym z postulatów

---

<sup>217</sup>Z. Dokurno, *Koncepcje stabilizacji, programy i nowe paradygmaty rozwoju*, op. cit., s. 210.

<sup>218</sup>Ibid., s. 208-209.

<sup>219</sup>A. Wojtyna, *O badaniach nad „głębszymi” przyczynami wzrostu gospodarczego*, [w:] R. Rapacki (red.), *Wzrost gospodarczy w krajach transformacji: konwergencja czy dywergencja?*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 192-193.

<sup>220</sup>E.L. Glaeser, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Do Institutions Cause Growth?*, „Journal of Economic Growth”, wol. 9, 2004, s. 271-303.

<sup>221</sup>T.S. Eicher, C. Garcia-Peñalosa (red.), *Institutions, Development and Economic Growth*, MIT Press, Cambridge 2006.

<sup>222</sup>T. Poskrobko, *Nowe koncepcje i teorie rozwoju w ekonomii*, [w:] A. Becia, S. Czaja, T. Poskrobko, J. Włodarczyk, *Wyzwania współczesnej ekonomii: Wybrane problemy*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2012, s. 95-96. W nurt postwaszyngtoński wpisuje się też teoria koincydencji G.W. Kołodki. Zob. G.W. Kołodko, op. cit., s. 317-329.

strategii formułowanych na ich podstawie jest konieczność radykalnych zmian kulturowych np. w krajach afrykańskich)<sup>223</sup> oraz roli czynników politycznych<sup>224</sup>.

### 2.1.3. Czynniki wzrostu i rozwoju gospodarczego

Lista czynników wzrostu i rozwoju gospodarczego<sup>225</sup> jest niezwykle obszerna – zgodnie z wynikami badań przytaczanych przez Z. Stańczyka w najważniejszych publikacjach z zakresu ekonomii rozwoju wymienia się ok. 150 potencjalnych czynników wzrostu<sup>226</sup>. Poniżej zaprezentowany zostanie przegląd i klasyfikacja najistotniejszych z nich.

L. Zienkowski dzieli czynniki wzrostu (tabela 2.1) na bezpośrednie (krótkookresowe) i pośrednie (średnio- i długookresowe). Do pierwszej kategorii włącza nakłady kapitału oraz pracy i niezależny postęp naukowo-techniczny. Należy zaznaczyć, że mimo określenia „krótkookresowe”, determinanty te rozpatrywane są w długim horyzoncie czasowym (a nie np. w stosunku do wahań koniunktury)<sup>227</sup>. Determinanty pośrednie średniokresowe to warunki prowadzenia działalności gospodarczej, w tym m.in. stan finansów publicznych, poziom i dynamika inflacji, jakość regulacji oraz zakres interwencji państwowej, korupcja i elastyczność rynku pracy. Drugą grupą w tej kategorii jest jakość polityki gospodarczej i społecznej (odniesienie do modeli wzrostu endogenicznego). Czynniki pośrednie długookresowe można określić najkrócej jako poziom wiedzy i wykształcenia społeczeństwa.

**Tabela 2.1. Klasyfikacja czynników wzrostu gospodarczego według L. Zienkowskiego**

Typ	Okres	Determinanty
bezpośrednie	krótki	kapitał, siła robocza, postęp naukowo-techniczny
pośrednie	średni	warunki prowadzenia działalności gospodarczej, polityka gospodarcza i społeczna
	długi	kapitał wiedzy naukowej, kapitał wiedzy społeczeństwa, mentalność

Źródło: L. Zienkowski (red.), *Co sprzyja rozwojowi gospodarczemu*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2005, s. 12-13.

<sup>223</sup>K.A. Nawrot, op. cit., s. 42-43.

<sup>224</sup>A. Wojtyna, op. cit., s. 194-196.

<sup>225</sup>Wzrost gospodarczy traktowany będzie jako konieczny warunek rozwoju, lecz sam w sobie nie wystarczający, stąd w dalszej części podrozdziału brak podziału na czynniki wzrostu i rozwoju.

<sup>226</sup>Z. Stańczyk, op. cit., s. 181.

<sup>227</sup>Z. Stańczyk, op. cit., s. 181-182.

Kolejna, bardziej rozbudowana klasyfikacja, jest autorstwa M. Próchniaka, który, opierając się na wynikach dotychczasowych badań, podzielił czynniki wzrostu na 8 grup<sup>228</sup>:

1. inwestycje w kapitał rzeczowy i BIZ – zgodnie z modelem Solowa wzrost stopy oszczędności i inwestycji prowadzi do zwiększenia poziomu PKB i czasowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego (efekt ten nie wystąpi dla gospodarki w stanie równowagi długookresowej, która w rzeczywistości jest jednak rzadka),
2. inwestycje w kapitał ludzki (wpływ szczególnie silny w teoriach wzrostu endogenicznego),
3. poziom rozwoju systemu finansowego – oddziaływanie poprzez innowacje i akumulację kapitału (szczegóły w dalszej części rozdziału),
4. handel zagraniczny – wpływ m.in. poprzez możliwość osiągania korzyści skali, import nowoczesnych maszyn i urządzeń, poprawę alokacji krajowych zasobów, konieczność poprawy jakości zarządzania przedsiębiorstwami w celu sprostania zagranicznej konkurencji,
5. zakres roli państwa w gospodarce – brak zgody, co do ostatecznej oceny większej/mniejszej interwencji państwa,
6. wolność gospodarcza – obejmuje m.in. swobodę handlu, ochronę praw własności,
7. stabilność polityczna – brak stabilności powoduje obniżenie stopy inwestycji prywatnych i zniekształca ich strukturę,
8. nierówności dochodowe – możliwy ujemny wpływ w trzech obszarach: stabilności społeczno-politycznej, wydatków transferowych i tworzenia kapitału ludzkiego.

Listę potencjalnych determinant nedorozwoju zamieszcza w swojej pracy P. Deszczyński, dzieląc je na wewnętrzne i zewnętrzne i traktując poziom zacyfrowania jako funkcję tych czynników<sup>229</sup>. Do pierwszych zaliczył dualizm w trzech odmianach – gospodarczy, polityczny i społeczny, niedobór kapitału, dewiz, żywności i wykwalifikowanej siły roboczej (odniesione do niedostatecznej stopy akumulacji). Czynniki zewnętrznymi są handel międzynarodowy, system bankowy i mechanizm rozliczeń walutowych, eksport kapitału i pomoc gospodarcza.

#### **2.1.4. Współczesna debata dotycząca wzrostu i rozwoju gospodarczego: podsumowanie**

D. Acemoglu, jeden z czołowych przedstawicieli nurtu instytucjonalnego, należący do najczęściej cytowanych obecnie ekonomistów, w swoim podręczniku do nauki ekonomii

---

<sup>228</sup>M. Próchniak, *Czynniki wzrostu gospodarczego – przegląd badań empirycznych*, [w:] R. Rapacki (red.), op. cit., s. 34-38.

<sup>229</sup>P. Deszczyński, *Kraje rozwijające się*, op. cit., s. 44-77.



rozwoju dokonał podsumowania najważniejszych modeli i koncepcji z ostatnich dziesięcioleci<sup>230</sup>. Jest ono wartościowym streszczeniem najistotniejszych dyskusji i wyników dotychczasowych badań wraz ze wskazaniem kluczowych czynników i ich charakteru, stąd zostaną przytoczone jego elementy w postaci 9 punktów (zgodnie z wersją oryginalną)<sup>231</sup>:

1. Wzrost gospodarczy jest przyczyną obecnego zróżnicowania dochodowego pomiędzy krajami.
2. Różnice w poziomie i tempie wzrostu gospodarczego są powiązane z czynnikami takimi jak kapitał fizyczny, ludzki i technologia.
3. Decyzje inwestycyjne (obejmujące kapitał fizyczny i ludzki) są endogeniczne i zależą od korzyści, których oczekują podmioty ich dokonujące (różnią się one pomiędzy krajami).
4. Również technologia powinna być traktowana jako endogeniczna; nowe technologie tworzone są przez podmioty szukające zysków; podobną sytuację można zaobserwować w odniesieniu do adaptacji nowych rozwiązań.
5. Technologie rozpowszechniają się na różne kraje świata, większość krajów nie tworzy własnych, lecz korzysta z dorobku światowego, adaptując go.
6. Współczesny proces wzrostu i rozwoju został zainicjowany w XVIII w. podczas industrializacji – kraje, które są dzisiaj najzamożniejsze, to te, w których się rozpoczęła lub które potrafiły szybko wykorzystać nowe technologie i możliwości produkcyjne.
7. Wzrostowi i rozwojowi gospodarczemu towarzyszą głębokie przeobrażenia strukturalne, obejmujące zmiany produkcji i konsumpcji (np. przejście z rolnictwa do przemysłu, a następnie do usług), urbanizację, rozwój systemu finansowego, zmiany w podziale dochodów, przeobrażenia struktury społeczeństwa i warunków życia, przemiany demograficzne.
8. Czynniki instytucjonalne mają bezpośredni wpływ na możliwość wejścia na ścieżkę wzrostu ze względu na szereg wzajemnie powiązanych ze sobą przyczyn: wpływają na strukturę korzyści w społeczeństwie (determinującą np. opłacalność inwestycji w kapitał fizyczny), określają, czy niezbędne warunki rozwoju (np. inwestycje w infrastrukturę) są obecne, regulują strukturę rynków; z powodu decyzji politycznych mogą także blokować adaptację nowych technologii.
9. Kształt czynników instytucjonalnych zależy od wyborów społecznych dokonywanych w ramach istniejących instytucji politycznych, stąd będą one się różniły w krajach o ustrojach demokratycznych i totalitarnych. Instytucje polityczne są jednak endogeniczne.

---

<sup>230</sup>D. Acemoglu, op. cit.

<sup>231</sup>Ibid., s. 861-864.

## **2.2. Mechanizmy oddziaływania rynku akcji na gospodarkę: podejście teoretyczne**

Rozwój gospodarczy jest procesem wielowymiarowym, zachodzącym równocześnie na wielu płaszczyznach, często trudnych do pomiaru. Czynniki determinujące charakter oraz tempo procesów wzrostu i rozwoju są wielorakie, jednak istotną rolę odgrywa wśród nich aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw. Z punktu widzenia gospodarki kraju najważniejszą cechą tych inwestycji powinny być powiązane, korzystne dla całej gospodarki efekty ekonomiczne i społeczne. Jednak przedsiębiorstwa chcące dokonywać inwestycji i dążące do uzyskania właściwej struktury finansowania, muszą mieć dostęp do odpowiednich źródeł kapitału.

Rynek akcji, będący częścią systemu finansowego danego kraju, jest jednym ze wspomnianych powyżej źródeł kapitału. Jednak jego wpływ nie ogranicza się jedynie do płaszczyzny mikroekonomicznej (na przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) – obecność mechanizmów tego rynku i stopień jego rozwoju są również czynnikami wpływającymi na sferę makroekonomiczną, tzn. na całą gospodarkę.

### **2.2.1. Rynki akcji a sfera realna**

Przed przedstawieniem funkcji rynku akcji konieczne jest określenie, jak powinien być on ukształtowany w celu prawidłowego spełniania swoich zadań. Rynki akcji w różnych państwach znajdują się na odmiennych etapach rozwoju<sup>232</sup>. Wyższy poziom rozwoju danego rynku akcji oznacza, że funkcjonuje on prawidłowo i skutecznie wypełnia swoje funkcje. Dobrze rozwinięty rynek akcji to rynek odpowiednio duży (pod względem liczby uczestników, czyli emitentów, inwestorów i pośredników), dostatecznie głęboki (z wystarczającą podażą kapitału – brak trudności z pozyskaniem funduszy) oraz, co jest niezwykle istotne, płynny<sup>233</sup>. Płynność rynku oznacza sytuację, w której duża liczba uczestników obrotów papierami wartościowymi zapewnia łatwość i niskie koszty zawierania transakcji<sup>234</sup>. Rynki płynne są bardziej korzystne dla wszystkich stron transakcji i obniżają poziom ryzyka dla inwestorów, którzy nie mają problemów z wyjściem z inwestycji, a tym samym zmniejszają koszt pozyskania kapitału dla emitentów. Ważną rolę w utrzymywaniu

---

<sup>232</sup>Wskaźniki poziomu rozwoju rynku akcji zostaną przedstawione w dalszej części pracy.

<sup>233</sup>W. Nawrot, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008, s. 23.

<sup>234</sup>A. Sławiński, *Rynki Finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 11.

wystarczającego poziomu płynności odgrywa do pewnego stopnia spekulacja, zwiększająca liczbę transakcji rynkowych i niwelująca niedoskonałości w wycenie.

Kolejną cechą dobrze rozwiniętego rynku akcji powinno być odpowiednie otoczenie regulacyjne i prawne<sup>235</sup>. Nadzór finansowy musi czuwać nad wiarygodnością informacji dostarczanych uczestnikom obrotów, a także nad zapewnieniem równego dostępu do nich. Ponadto, zniesione powinny być wszystkie nieuzasadnione ograniczenia inwestycyjne, a koszty transakcji kupna oraz sprzedaży ograniczone do minimum. Istotne dla prawidłowego rozwoju rynku akcji są też stabilne otoczenie polityczne i makroekonomiczne oraz właściwa polityka pieniężna. Następną ważną cechą rozwiniętych rynków akcji jest wysoki stopień powiązania z rynkami międzynarodowymi, co przejawia się w wysokich przepływach kapitału zagranicznego oraz obecności zagranicznych podmiotów<sup>236</sup>.

Kluczowym elementem dobrze rozwiniętego rynku akcji jest giełda papierów wartościowych, czyli regularne, zachodzące zgodnie z ustalonymi normami i zasadami, odbywające się w określonym czasie i miejscu, spotkanie podmiotów w celu zawarcia transakcji kupna i sprzedaży papierów wartościowych, w tym akcji, za pomocą wyspecjalizowanych systemów transakcyjnych i pośredniczących instytucji<sup>237</sup>. Wraz z rosnącym stopniem powiązania światowych rynków finansowych i rozwojem komunikacji elektronicznej coraz ważniejszą rolę zaczęły odgrywać pozagiełdowe systemy obrotu, będące zwykle w ręku prywatnych właścicieli i umożliwiające zawieranie transakcji poza rynkiem giełdowym, zazwyczaj oferujące niższe koszty handlu i dostęp do dużej liczby instrumentów finansowych, niekiedy z wielu krajów<sup>238</sup>.

Rynek akcji jest częścią rynku kapitałowego (składowej systemu finansowego), który oferuje instrumenty umożliwiające lokowanie i pozyskiwanie kapitału w formie akcji i obligacji<sup>239</sup>. Podstawowe funkcje rynków akcji wynikają z roli pełnionej w gospodarce przez całość systemu finansowego i powinny być traktowane jako fragment większej całości oraz analizowane w odniesieniu do pozostałych rodzajów rynków finansowych – rynku pieniężnego, instrumentów pochodnych i drugiej części rynku kapitałowego, czyli rynku

---

<sup>235</sup>W. Nawrot, op. cit., s. 23.

<sup>236</sup>Niektórzy badacze uważają, że nadmierny poziom liberalizacji rynków akcji ma negatywny wpływ na stan gospodarki, głównie w wyniku transmisji kryzysów finansowych między powiązаныmi rynkami. Zob. J. Stiglitz, *Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability*, „World Development”, 6(28)/2000, s. 1076-1080.

<sup>237</sup>W. Jaworski, Z. Krzyżkiewicz, M. Puławski, *Leksykon bankowo-giełdowy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1998, s. 206-207.

<sup>238</sup>D. McLeavey, B. Solnik, *Global Investments*, Pearson Prentice Hall, New York 2009, s. 170-195.

<sup>239</sup>A. Sławiński, *Rynki Finansowe*, op. cit., s. 17-18.

obligacji. Dwie składowe rynku akcji to rynek pierwotny, na którym organizowane są emisje akcji oraz rynek wtórny, gdzie odbywa się obrót akcjami pomiędzy inwestorami<sup>240</sup>.

W pierwszej kolejności zostaną omówione kluczowe, zdaniem większości autorów, makroekonomiczne funkcje rynków akcji – funkcja mobilizacyjna, alokacyjna i wartościująca. Następnie opisane zostaną pozostałe role rynków akcji, zarówno na poziomie makroekonomicznym, jak i w ujęciu mikroekonomicznym. Należy jednak zastrzec, że wśród ekonomistów brak pełnej zgody, co do tego, jakie konkretnie funkcje i w jakim stopniu pełnią w systemie gospodarczym rynki akcji.

Funkcja mobilizacyjna polega na stymulowaniu przez rynek akcji gromadzenia oszczędności w gospodarce<sup>241</sup>. Dostęp inwestorów, zwłaszcza małych i średnich, do różnych instrumentów finansowych dostępnych na giełdzie papierów wartościowych, w tym przede wszystkim akcji, powinien powodować wzrost skłonności do oszczędzania, prowadzący do powiększenia się łącznej wartości dostępnego w gospodarce danego kraju kapitału<sup>242</sup>. Dzięki temu możliwe jest zapewnienie finansowania inwestycji i przyspieszenie rozwoju gospodarczego. Wzrost skłonności do oszczędzania wiąże się z poszerzeniem grupy dostępnych sposobów gromadzenia i pomnażania funduszy – dobrze rozwinięty rynek akcji oferuje gospodarstwom domowym sposób inwestowania alternatywny wobec rachunków i lokat bankowych oraz obligacji. Inwestorzy indywidualni mając większy wybór instrumentów finansowych, mogą wybrać te z nich, które najbardziej odpowiadają ich preferencjom.

Jeżeli oszczędności trafiają na pierwotny rynek akcji, wówczas są transferowane do sektora przedsiębiorstw z sektora gospodarstw domowych. Transfer ten może zachodzić na dwa sposoby: bezpośrednio poprzez giełdę papierów wartościowych (z wykorzystaniem pośredników maklerskich) oraz pośrednio w wyniku transakcji inwestorów instytucjonalnych, pośredników finansowych (składki i udziały kapitałowe w funduszach inwestycyjnych, towarzystwach ubezpieczeniowych, funduszach emerytalnych).

Mobilizacja środków finansowych ma miejsce zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, lecz jedynie w pierwszym przypadku fundusze te trafiają bezpośrednio do przedsiębiorstw. W drugim fundusze przepływają między inwestorami. Jednak transakcje na obydwu segmentach są związane z kolejną rolą rynków akcji, tj. funkcją alokacyjną.

Funkcja alokacyjna rynków akcji polega na transferze środków finansowych, trafiających na te rynki, do najbardziej efektywnych przedsięwzięć. Na rynku akcji konkurują

---

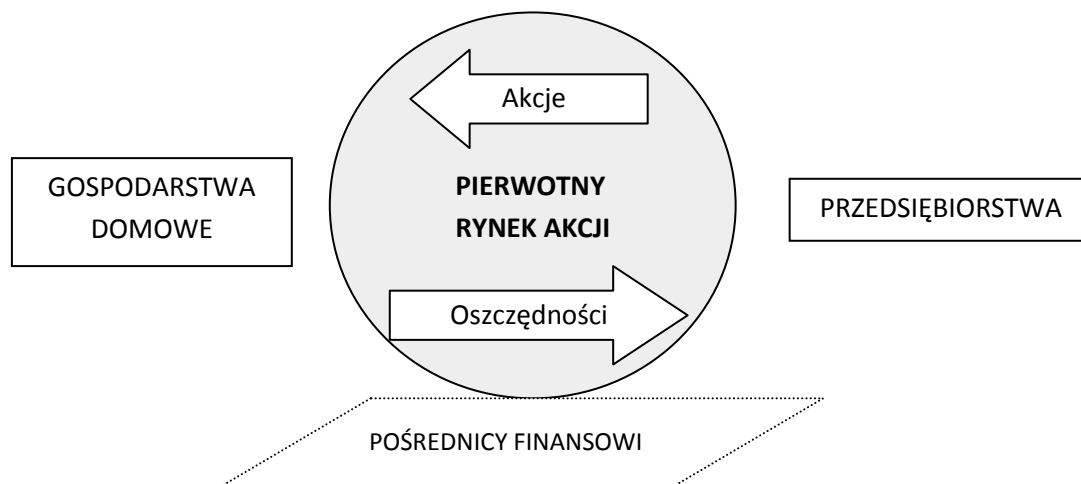
<sup>240</sup>W. Nawrot, op. cit., s. 14-15.

<sup>241</sup>M. Wrzesiński, *Rynek kapitałowy*, [w:] L. Szyszko (red.), *Propedeutyka finansów*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004, s. 174.

<sup>242</sup>P. Kulpaka, *Giełdy w gospodarce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 59.

ze sobą przedsiębiorstwa chcące sfinansować różne projekty inwestycyjne. Inwestorzy, opierając się na własnej wiedzy, doświadczeniu i oczekiwaniach, wybierają instrumenty najbardziej efektywne pod względem relacji zysk/ryzyko. Uproszczony mechanizm mobilizacji i alokacji kapitału na pierwotnym rynku akcji (poprzez emisje akcji) został przedstawiony na rys. 2.1.

**Rys. 2.1. Funkcja mobilizacyjna i alokacyjna pierwotnego rynku akcji**



Źródło: Opracowanie własne.

Rynek akcji jest jednym z najważniejszych mechanizmów alokacji oszczędności w gospodarce. Drugim istotnym kanałem przepływu kapitału od podmiotów dysponujących jego nadwyżkami do podmiotów odczuwających jego niedobór jest sektor bankowy. Ze względu na dominującą formę mechanizmu alokacji oszczędności wyróżnia się kraje z systemami finansowymi zorientowanymi bankowo i rynkowo<sup>243</sup>. Pierwszy typ charakteryzuje się przewagą zewnętrznych źródeł finansowania opartych na kredytach bankowych. Kredyty są udzielane zazwyczaj przez duże, uniwersalne banki na bazie depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Rola rynków akcji jest relatywnie niewielka, są słabo rozwinięte pod względem liczby notowanych spółek czy kapitalizacji.

W systemach zorientowanych rynkowo, poza bankami nadal pełniącymi istotną funkcję i będącymi zazwyczaj wciąż najważniejszymi pośrednikami finansowymi, znaczącą rolę odgrywają także rynki kapitałowe, w tym rynek akcji. Są one ważnym miejscem transferu nadwyżek pieniężnych do podmiotów poszukujących funduszy. Przepływ kapitału zachodzi w sposób opisany przy omawianiu funkcji mobilizacyjnej – przedsiębiorstwa emitują akcje, które trafiają do zainteresowanych inwestorów, a następnie są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym.

<sup>243</sup> A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross Country Comparisons*, "World Bank Policy Research Working Paper", vol. 2143, 1999, s. 2-10.

System zorientowany rynkowo ma w pełnieniu funkcji alokacyjnej kilka przewag w stosunku do zorientowanego bankowo. Po pierwsze, na giełdach papierów wartościowych spotyka się dużą liczbę inwestorów, z których wszyscy powinni mieć jednakowy i jednoczesny dostęp do informacji o akcjach i ich emitentach, a także możliwość swobodnego zawierania transakcji. Takie warunki są więc zbliżone do modelu rynku konkurencji doskonałej. Tym samym rynek akcji powinien zapewniać obiektywną, pełną ocenę atrakcyjności dostępnych papierów wartościowych. Indywidualne błędy poszczególnych inwestorów powinny wzajemnie się znosić, a średnia oczekiwana cena akcji odpowiadać wartości fundamentalnej, tj. najbardziej prawdopodobnej wartości przyszłych zysków. Jeżeli ogół uczestników rynku ocenia relatywnie lepiej przyszłe perspektywy spółki i jej wartość, to ceny jej akcji powinny być względnie wyższe. Dotyczy to rynku pierwotnego i wtórnego. W segmencie pierwotnym, dzięki temu mechanizmowi emitenci oceniani wyżej mogą pozyskać więcej kapitału (pochodzącego z oszczędności gospodarstw domowych), co oznacza, że z punktu widzenia całej gospodarki, trafia on do właściwego miejsca<sup>244</sup>. Rynek akcji może zatracić zdolność efektywnej wyceny, gdy powstanie na nim bąbel spekulacyjny.

Kolejna przewaga rynków akcji wynika z niechęci banków do finansowania projektów inwestycyjnych o wyższym poziomie ryzyka, spowodowanej przepisami dotyczącymi koncentracji i zabezpieczeń udzielanych kredytów lub wewnętrzną polityką banków<sup>245</sup>. Problem ten jest najbardziej widoczny w branżach nowych technologii, z wysoką niepewnością, co do powodzenia przedsięwzięcia. Może to być poważnym ograniczeniem procesów rozwojowych w gospodarce, gdyż mimo braku sukcesu większości projektów, niektóre z nich mogą zakończyć się powodzeniem i znacząco wpłynąć na tempo postępu technicznego. Nawet najbardziej ryzykowne emisje akcji mogą zostać przeprowadzone, jeżeli wystarczająca liczba inwestorów zaakceptuje dany poziom ryzyka i pozytywnie oceni przedstawione przez emitenta propozycje przeznaczenia pozyskanych funduszy. Co więcej, w związku z dużą liczbą inwestorów rośnie prawdopodobieństwo znalezienia dawców kapitału – ryzyko może też zostać rozproszone pomiędzy wielu posiadaczy akcji, w wyniku czego każdy z nich ryzykuje stratę relatywnie niewielkiej kwoty<sup>246</sup>.

Relatywna przewaga rynku akcji wynika też z tego, że potencjalni dostarczyciele kapitału w wyższym stopniu niż banki koncentrują się na przyszłej sytuacji przedsiębiorstwa,

---

<sup>244</sup>A. Sławiński, *Rynki Finansowe*, op. cit., s. 13-14.

<sup>245</sup>P. Kulpaka, op. cit., s. 54.

<sup>246</sup>B. Olbrych, *Wybrane procesy kształtujące współczesny system finansowy*, [w:] J. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009, s. 149-151.

a nie jedynie na bieżącej zdolności do obsługi zadłużenia. Inwestorzy nabywający akcje nie oczekują natychmiastowych zysków, lecz są przekonani, że spółka będzie osiągała dobre wyniki w przyszłości i będzie możliwe otrzymanie dywidend lub odsprzedanie akcji po wyższej cenie. Mechanizmy alokacyjne na rynkach akcji są sprawniejsze również w związku z tym, że przy emisji akcji nie jest wymagana, tak jak ma to miejsce przy zaciąganiu kredytu, zdolność do zapewnienia odpowiedniego zastawu. Warunek przedstawienia wystarczającego zabezpieczenia wpływa na ograniczenie dostępu do kapitału w szczególności dla młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw, dysponujących przede wszystkim kapitałem ludzkim<sup>247</sup>.

Cechą dobrze rozwiniętego rynku wtórnego jest wysoka płynność, dzięki której inwestorzy mogą zmniejszyć własny, indywidualny poziom narażenia na straty i bez większych komplikacji pozbyć się ryzykownych papierów<sup>248</sup>. Umożliwia to wycofanie się z dokonanej inwestycji oraz zaangażowanie się w kolejną np. poprzez nabycie nowych akcji z innej emisji. Funkcja alokacyjna rynku akcji w tym wymiarze oznacza, że alokacja kapitału jest optymalna nie jedynie w momencie plasowania nowej emisji, ale także (w wyniku procesu dostosowań) w każdym późniejszym okresie. W sektorze bankowym wycofanie się banku z udzielonych kredytów może być trudne (pewnym rozwiązaniem jest np. sprzedaż części portfela kredytowego).

Trzecia podstawowa makroekonomiczna funkcja rynków akcji to funkcja wartościująca (lub inaczej wyceny), pełniona w szczególności przez rynek wtórny<sup>249</sup>. Odbywający się na dobrze funkcjonujących giełdach i platformach pozagiełdowych intensywny handel akcjami prowadzi do ukształtowania się ceny (kursu) równowagi, przy której równoważy się popyt i podaż. Wycena akcji dokonywana przez dużą liczbę profesjonalnych inwestorów sprawia, że kursy akcji są obiektywne i wciąż aktualizowane. Tym samym rynek akcji zapewnia całej gospodarce adekwatną wycenę kapitału.

Funkcję wartościującą można rozpatrywać w wymiarze mikro- i makroekonomicznym. W skali mikro ceny akcji są wyceną kapitałów przedsiębiorstw działających w poszczególnych branżach<sup>250</sup>. Kursy akcji mają niezwykle istotne znaczenie przy dokonywaniu wyceny danego podmiotu – cena akcji jest elementem wielu, przede wszystkim zaś należących do grupy porównawczych (mnożnikowych), metod wyceny przedsiębiorstw<sup>251</sup>.

---

<sup>247</sup>L. Pawłowicz, R. Wierzbę (red.), *Bankowość wobec procesów globalizacji*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2003, s. 338-344.

<sup>248</sup>A. Matysek-Jędrzych, *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt”, 10/2007, s. 47.

<sup>249</sup>M. Wrześniński, op. cit., s. 174; W. Nawrot, op. cit., s. 23.

<sup>250</sup>P. Kulpaka, op. cit., s. 56.

<sup>251</sup>M. Melich, R. Tuzimek, *Metoda porównawcza*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki: perspektywa klienta i inwestora*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2008, s. 313-319.

Bieżąca wycena dla inwestorów (czyli dostarcycieli kapitału) pokazuje potencjalną stopę zwrotu z danego instrumentu finansowego, zaś dla zarządzających przedsiębiorstwem jest miarą kosztu pozyskania kapitału. Menedżerowie danej spółki uzyskują także inny rodzaj informacji, bowiem kurs akcji jest wypadkową poglądów szerokiego grona inwestorów na temat słuszności prowadzonej polityki zarządzania przedsiębiorstwem. Gdy inwestorzy oceniają ją negatywnie, sprzedają akcje i kurs spada. Poza menedżerami takie informacje mogą wykorzystać też właściciele lub nadzorcy w celu oceny decyzji podejmowanych przez aktualne kierownictwo i dokonania ewentualnych zmian personalnych lub organizacyjnych.

Aktualna cena akcji wpływa także na kierunki i możliwości dalszego rozwoju danego przedsiębiorstwa. Jeżeli inwestorzy postrzegają dalsze perspektywy spółki negatywnie, pozbywają się jej papierów, co powoduje, że maleją szanse na uplasowanie akcji z kolejnej emisji i zgromadzenie potrzebnych funduszy. W skrajnym przypadku przedsiębiorstwo może zostać pozbawione całkowicie dostępu do tego źródła finansowania.

W wymiarze makroekonomicznym funkcja wyceny jest ściśle związana z funkcjami mobilizacyjną i alokacyjną. Jest ona niezbędnym warunkiem prawidłowego przebiegu procesów alokacji kapitału, do których potrzebne są bieżące i obiektywne informacje dotyczące wartości akcji. Dawcy kapitału podejmują decyzję o przeznaczeniu posiadanych funduszy na zakup określonych papierów wartościowych analizując możliwą do osiągnięcia stopę zwrotu. Jeżeli mechanizmy wyceny są zaburzone, np. przez zbyt niską płynność rynku akcji, wówczas może dojść do alokacji kapitału w sposób nieoptymalny.

Następną funkcją rynków akcji jest funkcja kontrolna (nadzoru właścicielskiego), mająca wieloaspektowy charakter. Pierwszy element wiąże się z tym, że rynek akcji za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych prowadzi do rozproszenia własności przedsiębiorstwa. Aby umożliwić akcjonariuszom sprawowanie skutecznej i efektywnej kontroli nad spółkami, zostały wykształcone odpowiednie mechanizmy nadzoru właścicielskiego i ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*)<sup>252</sup>. W wymiarze mikroekonomicznym celem wprowadzenia tego typu zasad jest wymuszenie sprawnego zarządzania przedsiębiorstwem przez zarząd wybrany w drodze głosowania akcjonariuszy. Skutkiem tego jest długoterminowy wzrost wartości akcji spółki. W ujęciu makroekonomicznym wybór właściwych menedżerów powinien skutkować wzrostem efektywności gospodarowania w skali całej gospodarki, a tym samym przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego i zwiększeniem poziomu dochodów.

---

<sup>252</sup> M. Clayman, M. Fridson, G. Troughton, *Corporate Finance: A Practical Approach*, CFA Institute, Charlottesville 2008, s. 186-187.



Efektywność wypełniania przez rynek akcji opisanego powyżej zadania zależy w dużym stopniu od obowiązujących w danym kraju przepisów dotyczących spółek. Jeżeli są one nieprawidłowo skonstruowane lub niemożliwe do wyegzekwowania, wówczas poważnie maleje możliwość sprawowania kontroli przez właścicieli. Szybki wzrost obrotów na rynkach akcji na całym świecie doprowadził w niektórych przypadkach do zakłócenia podziału ról między akcjonariuszami (właścicielami przedsiębiorstwa) i zarządzającymi. Ma to miejsce wówczas, gdy akcjonariat jest nadmiernie rozproszony<sup>253</sup>. Mimo słabych wyników finansowych kadra najwyższego szczebla może pozostawać na stanowisku, gdyż akcjonariusze nie będą w stanie porozumieć się w sprawie ich odwołania i powołania nowych władz. Sytuacja taka nie powinna jednak trwać długo, gdyż w wyniku spadku kursów akcji może dojść do zmian w akcjonariacie i ostatecznie odwołania nieskutecznych menedżerów.

Drugim aspektem funkcji kontrolnej są obowiązki informacyjne spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Kierownictwo takich spółek musi ujawniać inwestorom wszystkie istotne informacje dotyczące sytuacji ekonomicznej i prawnej. Na tej podstawie akcjonariusze mogą podejmować decyzje, co do zmian w spółce lub o zbyciu posiadanych papierów, a potencjalni inwestorzy ocenić potencjalną stopę zwrotu. Ponadto, także osoby niezainteresowane transakcjami na rynku akcji mogą zdobyć informacje o sposobie funkcjonowania przedsiębiorstwa (np. procesy sądowe mogą wskazywać na ewentualne nielegalne lub nieetyczne praktyki).

Innym elementem funkcji kontrolnej jest tzw. „głosowanie nogami”, czyli sprzedaż przez inwestorów akcji nierentownych i źle zarządzanych spółek, prowadząca do spadku ich kursu. Środki ze sprzedaży akcji nieefektywnych przedsiębiorstw mogą być następnie przeznaczane na zakup akcji lepszych spółek, czego skutkiem jest wzrost ich ceny. W wyniku tych procesów mechanizmy kontroli przyjmują postać transakcji fuzji i przejęć, a nieefektywne spółki są przejmowane przez nowych właścicieli.

Zjawisko „głosowania nogami” jest przez niektórych badaczy traktowane jako zdecydowanie niekorzystne<sup>254</sup>. Ich zdaniem akcjonariusze zbyt szybko porzucają spółki mające problemy i nie są zainteresowani dokonaniem w nich zmian naprawczych, nie próbują więc również wymusić ich na dotychczasowym kierownictwie. Pod wpływem spadającego kursu akcji może dojść do przejęcia, jednak wcześniej przedsiębiorstwo może znaleźć się w jeszcze trudniejszym położeniu, a niektóre jego zasoby, cenne także z makroekonomicznego

---

<sup>253</sup>W. Janik, A. Paździor, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s. 11.

<sup>254</sup>R. Douthwaite, G. Falon (red.), *Fleeing Vesuvius: Overcoming the Risks of Economic and Environmental Collapse*, New Society Publishers, Gabriola Island 2011, s. 113-137.

punktu widzenia, mogą zostać utracone (np. odejście wykwalifikowanych pracowników). Nierzadko skutkiem zbyt późnego przejęcia jest likwidacja spółki i sprzedaż jej aktywów.

Kolejne funkcje rynków akcji są mniej istotne, co nie oznacza, że nie mają znaczenia dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki. Są to funkcje:

- dywersyfikacyjna,
- gospodarczo-polityczna,
- edukacyjna<sup>255</sup>.

Funkcja dywersyfikacyjna obejmuje inwestorów i spółki. Inwestorzy za pomocą rynków akcji mogą lokować swoje nadwyżki finansowe w bardziej zróżnicowany portfel aktywów. Zgodnie z współczesną teorią portfelową umieszczenie w zbiorze inwestycji instrumentów różnego rodzaju może doprowadzić do zmniejszenia poziomu ryzyka, bez równoczesnego rezygnowania z danej oczekiwanej stopy zwrotu<sup>256</sup>. Dla spółek funkcja dywersyfikacyjna oznacza możliwość skorzystania z emisji akcji jako kolejnego ze źródeł finansowania i zmniejszenie uzależnienia od pozostałych sposobów pozyskiwania funduszy.

Przykład Polski pokazuje, że giełda papierów wartościowych może mieć znaczenie również dla prowadzonej przez państwo polityki gospodarczej. Rynek akcji jest wykorzystywany do przeprowadzania prywatyzacji przedsiębiorstw, co z kolei może przyczynić się do korzyści dla budżetu państwa oraz całego społeczeństwa w wyniku restrukturyzacji spółek (dużą rolę odgrywa też funkcja kontrolna rynku akcji, służąca szybszemu i pełniejszemu przeprowadzaniu procesów naprawczych). Druga, także obecna w Polsce, funkcja gospodarczo-polityczna polega na tym, że rynek akcji jest częścią systemu emerytalnego. Fundusze emerytalne inwestują pewien odsetek zgromadzonych funduszy w akcje spółek notowanych na giełdach, a więc te, które spełniły wymogi dotyczące dostarczania odpowiednich i rzetelnych informacji. Istnienie systemu emerytalnego w tej formie wymaga wystarczająco rozwiniętego rynku kapitałowego (w tym rynku akcji), ponieważ bez niego brak dostatecznej liczby płynnych aktywów finansowych. We wszystkich systemach emerytalnych może być miejscem lokowania oszczędności indywidualnych inwestorów, gromadzących i pomnażających kapitał.

Otwarty charakter giełd i publikacja różnego typu informacji dotyczących cen akcji w mediach sprawiają, że inwestycje w akcje przyciągają mieszkańców danego kraju. W celu uzyskania lepszych wyników inwestycyjnych zapoznają się oni z mechanizmami rynku akcji.

---

<sup>255</sup> P. Kulpaka, op. cit., s. 60-63.

<sup>256</sup> K.C. Brown, F.K. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Cengage South-Western, Mason 2006, s. 219.

W połączeniu z działalnością edukacyjną samych giełd przyczynia się to do podniesienia poziomu edukacji ekonomicznej społeczeństwa i większego zrozumienia procesów gospodarczych. W szerokiej perspektywie skutkiem tego jest wzrost racjonalności zachowań ekonomicznych i poprawa funkcjonowania gospodarki.

### **2.2.2. Rynki akcji a wzrost i rozwój gospodarczy w długim okresie: przegląd teorii**

Zgodnie z informacjami zawartymi w poprzednim punkcie pracy ekonomiści zaproponowali kilka istotnych ról wypełnianych przez rynki akcji w systemie gospodarczym<sup>257</sup>. Wymienione funkcje to: mobilizacyjna, alokacyjna, wartościująca, kontrolna, dywersyfikacyjna, gospodarczo-polityczna i edukacyjna. W związku z tym wydawać by się mogło, że rynek akcji wpływa w długim okresie niemal jednoznacznie pozytywnie na rozwój gospodarczy kraju. W literaturze pojawiają się też jednak teorie, których autorzy modyfikują charakter tej zależności lub wręcz kwestionują jej prawdziwość. Dyskusja dotycząca wpływu systemu finansowego<sup>258</sup> (w tym także rynków akcji) na rozwój gospodarczy trwa co najmniej od czasów A. Smitha i do dzisiaj brak konsensusu w tej sprawie.

Teorie dotyczące zależności między rozwojem systemu finansowego a poziomem (lub tempem) rozwoju gospodarczego<sup>259</sup> można podzielić na pięć grup, przedstawionych w tabeli 2.2<sup>260</sup>. Większość autorów podejmowała temat wpływu rozwoju systemu finansowego (w skrócie: rozwój finansowy), teorie dotyczące oddziaływania rozwoju rynku akcji zaczęły się pojawiać dopiero stosunkowo niedawno, stąd omówione zostaną przede wszystkim teorie o szerszym zakresie. Jednak w związku z tym, że rynek akcji jest integralną częścią systemu finansowego, z drobnymi zastrzeżeniami teorie odnoszące się do systemu finansowego można odnieść także do rynków akcji.

Pierwsza z grup, nazywana „teoriami podażowymi” (ang. *supply-leading theories*), jest najbardziej ugruntowana wśród ekonomistów i to już od czasów klasyków. Podstawową cechą wspólną teorii zaliczanych do tej grupy jest przypisywanie systemowi finansowemu

---

<sup>257</sup>A. Kasprzak-Czelej, *Giełdowy rynek akcji a gospodarka*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2012, s. 15-30.

<sup>258</sup>Analizowany jest przede wszystkim rozwój finansowy, czyli proces, którego skutkiem jest coraz lepsze spełnianie przez instrumenty, rynki i pośredników finansowych podstawowych zadań systemu finansowego (wybranie do analizy rozwoju finansowego wynika z tego, że rozwój gospodarczy jest również procesem). Zob. H.T. Patrick, *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, “Economic Development and Cultural Change”, wol. 14, nr 2, 1966, s. 176.

<sup>259</sup>Z małymi wyjątkami badacze podejmujący tą tematykę zakładali równoważność procesów wzrostu i rozwoju.

<sup>260</sup>Szczegóły dotyczące badań empirycznych w tym zakresie zostaną przedstawione w punkcie 2.3.

roli jednego z czynników lub koniecznych warunków rozwoju gospodarczego<sup>261</sup>. Nazwa „teorie podażowe” (w celu odróżnienia od „teorii popytowych”, opisanych w dalszej części rozdziału) została wprowadzona w 1966 r. przez H.T. Patricka<sup>262</sup>. Określenie to pochodzi od postulowanego kierunku przyczynowości: zbudowanie instytucji finansowych i dostarczenie przez nie aktywów i usług finansowych ma miejsce jeszcze przed wystąpieniem popytu na nie<sup>263</sup>. Potencjalny dostęp do funduszy wywiera znaczący, korzystny wpływ na oczekiwania i decyzje przedsiębiorców, otwierając nowe możliwości rozwoju. Prawidłowo funkcjonujący system finansowy jest w tym ujęciu jednym z wielu czynników rozwoju, które można podzielić na niezbędne do wywołania procesów rozwojowych oraz dodatkowe, przyspieszające jego tempo. Na podstawie tego kryterium można wyróżnić dwa rodzaje teorii podażowych.

**Tabela 2.2. Kategorie teorii opisujących długoterminowe zależności między systemem finansowym/rynkami akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym**

Nazwa grupy	Krótką charakterystyka	Wybrani autorzy
podażowe	rozwój finansowy przyczynia się do rozwoju gospodarczego	Smith (1776), Schumpeter (1912), Hicks (1969)
popytowe	rozwój gospodarczy wywołuje rozwój finansowy	Robinson (1952), Friedman i Schwartz (1963)
współzależności	zależność między rozwojem gospodarczym i finansowym jest dwukierunkowa	Demetriades i Hussein (1996), Greenwood i Smith (1997)
braku zależności	brak istotnych zależności między rozwojem gospodarczym i finansowym	Lucas (1988), Stern (1989)
negatywnej zależności	rozwój finansowy jest przeszkodą dla rozwoju gospodarczego	Keynes (1936), Calamanti (1983), Hamid i Singh (1992)
etapów rozwoju	podażowy rozwój finansowy przechodzi w popytowy	Patrick (1966)

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>261</sup>M. Graff, *Financial Development and Economic Growth: A New Empirical Analysis*, “Dresden Discussion Papers in Economics”, 5/1999, s. 2.

<sup>262</sup>H.T. Patrick, *Financial Development*, op. cit., s. 174-189.

<sup>263</sup>Nie oznacza to, że instytucje systemu finansowego powstają przy całkowitym braku popytu (wyjątkiem może być np. sytuacja, gdy są tworzone w ramach polityki państwa). Jednak już na samym początku funkcjonowania są przygotowane do świadczenia usług w znacznie większym zakresie niż przy aktualnym popycie.

Pierwszy typ teorii wymienia rozwój finansowy jako jeden z niezbędnych warunków rozwoju. Autorzy tego rodzaju teorii, opierając się na danych historycznych oraz przedstawiając dowody na gruncie ściśle teoretycznym, stwierdzają, że brak wystarczająco rozwiniętych systemów finansowych był jedną z przeszkód uniemożliwiających pewnym krajom osiągnięcie wyższych poziomów zaawansowania gospodarczego. Zgodnie z drugim nurtem teorii podaźowych rozwój finansowy wywiera istotny wpływ nie jedynie na zapoczątkowanie procesów rozwojowych, ale też na przyspieszenie ich tempa. W sytuacji, gdy brak poważnych barier rozwojowych, wystarczająco wyrafinowane systemy finansowe mogą generować wysokie i stabilne stopy wzrostu i rozwoju gospodarczego. W tym ujęciu rola systemu finansowego jest jeszcze większa niż w poprzednim.

Lista ekonomistów, w których publikacjach można znaleźć opisy teorii podaźowych lub przynajmniej argumenty na ich rzecz, jest niezwykle długa i obejmuje niektóre z najważniejszych nazwisk w historii tej dziedziny nauki. Według A. Smitha wykorzystanie pieniądza umożliwia obniżenie kosztów transakcji, zwiększenie stopnia specjalizacji i wsparcie innowacji technologicznych. W takim ujęciu dobrze funkcjonujące banki i mechanizmy kontroli właścicielskiej są kluczowe dla rozwoju gospodarczego<sup>264</sup>. Kolejnymi autorami, którzy podzielali poglądy podaźowe, byli W. Bagehot<sup>265</sup> i J. Schumpeter<sup>266</sup>. W. Bagehot wskazywał, że wiele projektów inwestycyjnych wymaga funduszy, których wartość jest zbyt duża dla pojedynczych dawców kapitału, stąd nie zostaną podjęte, gdy brak systemu finansowego. Jako przykład podał różnice między Wielką Brytanią i krajami ubogimi – w Wielkiej Brytanii w czasie rewolucji przemysłowej system finansowy, poprzez banki lub rynek akcji, mógł być wykorzystany do zgromadzenia wystarczających środków na sfinansowanie rozwojowych projektów inwestycyjnych. W. Bagehot podkreślał, że barierą rozwoju nie jest brak krajowych oszczędności, lecz niezdolność systemu gospodarczego do przemieszczenia ich do najwłaściwszych podmiotów.

J.A. Schumpeter wymienił następujące funkcje pośredników finansowych: mobilizacja oszczędności, ocena projektów, zarządzanie ryzykiem, monitorowanie zarządzających i ułatwianie wymiany<sup>267</sup>. Jego zdaniem są one kluczowe dla procesu innowacji technologicznej i rozwoju gospodarczego. Pośrednicy finansowi są integralną częścią procesu „twórczej

---

<sup>264</sup>R. Wright, *The Wealth of Nations Rediscovered: Integration and Expansion in American Financial Markets, 1780-1850*, Cambridge University Press, Cambridge 2002, s. 212-216.

<sup>265</sup>W. Bagehot, *Lombard Street: A Description of The Money Market*, Henry S. King & Co, London 1873, s. 3-4, 53.

<sup>266</sup>S. Mikosik, *Teoria rozwoju gospodarczego Josepha A. Schumpetera*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 65-96.

<sup>267</sup>R. King, R. Levine, *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, "The Quarterly Journal of Economics", wol. 108, nr 3, 1993, s. 718.

destrukcji” (niem. *schöpferische Zerstörung*), w ramach którego poprzez wynalazki i innowacje stare metody produkcji i dobra są zastępowane lepszymi procedurami, materiałami i usługami. J.A. Schumpeter podkreślał rolę systemu finansowego, stwierdzając wręcz, że bankierzy są nie tyle pośrednikami, lecz wręcz inicjatorami innowacji „poszczególnych ludzi w imieniu całego społeczeństwa”<sup>268</sup>.

Mimo tego, że omówione powyżej teorie A. Smitha, W. Bagehota i J.A. Schumpetera zostały opisane odpowiednio w XVIII, XIX i na początku XX w. i od tego czasu w naukach ekonomicznych powstało wiele nowszych teorii oraz przeprowadzono liczne badania, są one nadal, zdaniem autora, przydatne w wyjaśnianiu zachodzących w gospodarce procesów. Kolejne teorie szkoły podaźowej oparto w dużym stopniu na tych właśnie pracach.

Również inny wybitny ekonomista, J. Hicks<sup>269</sup>, twierdził, że instytucje finansowe mogą wspierać procesy rozwojowe poprzez wpływ na stopę oszczędności lub alokację funduszy między różnymi zastosowaniami<sup>270</sup>. Kluczowym zagadnieniem jest płynność. Inwestycje mogące przynieść potencjalnie wysoką stopę zwrotu zazwyczaj wymagają długoterminowego zaangażowania kapitału, a dawcy kapitału niechętnie podchodzą do utraty kontroli nad swoimi środkami przez dłuższy okres. W wyniku obecności instytucji finansowych rośnie płynność, co sprawia, że wzrasta zainteresowanie długoterminowymi inwestycjami (mechanizm ten był, zdaniem J. Hicksa, podstawą rewolucji przemysłowej w Anglii).

Najbardziej lapidarne stwierdzenie wyrażające poparcie dla teorii podaźowej, a będące w gruncie rzeczy podsumowaniem dużej liczby zaproponowanych teorii, jest autorstwa M. Millera, który napisał, że wpływ rynków finansowych na wzrost gospodarczy jest „twierdzeniem zbyt oczywistym by nad nim poważnie debatować”<sup>271</sup>. Inni autorzy podzielający przekonanie o wpływie rozwoju finansowego na rozwój gospodarczy to J.G. Gurley i E.S. Shaw<sup>272</sup>, R.I. McKinnon<sup>273</sup> i R.W. Goldsmith<sup>274</sup>, którzy podjęli próbę zbadania tej zależności za pomocą narzędzi ekonometrycznych i dali tym samym początek, znaczącej

---

<sup>268</sup> J.A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Transaction Publishers, Piscataway 2004, s. 74.

<sup>269</sup> Laureat Nagrody im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 1972 r.

<sup>270</sup> J. Hicks, *A Theory of Economic History*, Clarendon Press, Oxford 1969, s. 143-145.

<sup>271</sup> M. Miller, *Financial Markets and Economic Growth*, „Journal of Applied Corporate Finance”, wol. 11, 1998, s. 14.

<sup>272</sup> J.G. Gurley, E.S. Shaw, *Financial Aspects of Economic Development*, „American Economic Review”, wol. 45, 1955, s. 515-538.

<sup>273</sup> Autor ten koncentruje się zwłaszcza na uwalnianiu krajowych zasobów kapitału i podkreśla, że reformy systemu finansowego powinny być priorytetem przy formułowaniu strategii rozwoju. Zob. R.I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C. 1973, s. 55-117.

<sup>274</sup> R.W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven 1969, s. 24-56, 370-389.

obecnie pod względem liczby publikacji, gałęzi badań nad tym tematem z wykorzystaniem wszelkiego rodzaju modeli matematycznych.

Podsumowaniem teorii podażyowych jest zamieszczony na rys. 2.2 schemat teoretycznego wpływu rozwoju finansowego na rozwój gospodarczy, zgodnie z którym trzy szeroko rozumiane funkcje pełnione przez system finansowy (mobilizacyjna, alokacyjna i wyceny) oddziałują na decyzje dotyczące oszczędności i alokacji kapitału, a tym samym na proces rozwoju. Podejście podażyowe, zdaniem autora tej pracy, najtrafniej oddaje charakter związków między rozwojem systemu finansowego i rynku akcji a rozwojem gospodarczym. Potwierdzeniem tego mogą być choćby przedstawione w punkcie 2.2.1 funkcje rynków akcji, mające istotne znaczenie dla procesów gospodarczych i warunków rozwoju.

**Rys. 2.2. Ujęcie podażyowe związków między rozwojem finansowym i gospodarczym**



Źródło: Opracowanie własne na podst.: R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, "Journal of Economic Literature", wol. XXXV, 1997, s. 690-691.

Drużga kategoria to „teorie popytowe” (ang. *demand-leading theories*) lub „teorie finansów podążających” (ang. *finance follows theories*), których najważniejszym elementem jest odwrócenie kierunku zależności w stosunku do „teorii podażyowych”, tj. rozwój finansowy jest procesem wtórnym wobec rozwoju gospodarczego. W nurcie tym kładzie się nacisk na stronę popytową wobec usług finansowych, przyjmując, że wraz z rozwijaniem się gospodarki generowany jest nowy i dodatkowy popyt na tego rodzaju usługi, czego wynikiem jest odpowiedź podażyowa, przejawiająca się rozwojem systemu finansowego<sup>275</sup>. W ten sposób ewolucyjny rozwój finansowy jest ciągłą konsekwencją rozwoju gospodarczego.

Zgodnie z teoriami popytowymi kształt systemu finansowego zależy od stopy realnego wzrostu produkcji oraz zmian zachodzących w poszczególnych sektorach gospodarki. Gdy

<sup>275</sup>H.T. Patrick, *Financial Development*, op. cit., s. 174.

tempo wzrostu PKB danego kraju jest wysokie, będzie rósł popyt na kapitał z zewnętrznych źródeł i na pośredników finansowych. Ich rola będzie rosła również wtedy, gdy dynamika wzrostu w różnych branżach nie będzie jednakowa – zadaniem pośredników będzie transfer oszczędności do najszybciej rozwijających się gałęzi. Ujęcie popytowe zakłada pasywną rolę sektora finansowego, podporządkowanego innym procesom.

Najbardziej znaną ekonomistką, wyraźnie podzielającą poglądy nurtu popytowego, była J. Robinson, która stwierdziła, że „finanse podążają tam, dokąd prowadzą je przedsiębiorcy”<sup>276</sup>. J. Robinson zaliczana jest do szkoły post-keynesowskiej, jednak ujęcie popytowe obecne jest także w pracach ekonomistów z innych nurtów. Przede wszystkim należy wspomnieć o czołowych przedstawicielach monetaryzmu – M. Friedmanie<sup>277</sup> i A. Schwartz, którzy w swojej słynnej pracy przeanalizowali wpływ podaży i popytu na pieniądź na stan gospodarki<sup>278</sup>. Jednym z wyników ich badania było stwierdzenie, że pozytywny związek między rozwojem finansowym i gospodarczym jest odzwierciedleniem dochodowej elastyczności popytu na pieniądź wyższej od jedności („usługi finansowe postrzegane są jako luksus”<sup>279</sup>). Zależność przebiega od wzrostu realnego PKB poprzez wzrost popytu na pieniądź do rozwoju finansowego. Poglądy popytowe są także obecne w pracach reprezentantów nowej ekonomii instytucjonalnej, zwłaszcza zaś w teoriach związanych z teorematem Coase’a<sup>280</sup>.

Podejście popytowe różni się od podażowego w zakresie kierunku zależności, jednak w obydwu nurtach przyjmuje się znaczącą rolę systemu finansowego, który może być czynnikiem/warunkiem rozwoju (teorie podażowe) lub umożliwiać podtrzymanie procesów wywołanych przez inne czynniki (teorie popytowe; w tym ujęciu rozwój finansowy jest jednak procesem wtórnym). Zdaniem autora niniejszej pracy teorie podażowe zawierają pełniejszy i bliższy prawdy opis mechanizmów gospodarczych. Z nurtem popytowym związanych było wielu znanych ekonomistów, jednak w ich pracach zagadnienie to pojawiało się niejako „na marginesie” i nie było przedmiotem głębszej analizy.

Trzecią kategorię teorii stanowią teorie współzależności, których autorzy twierdzą, że rozwój systemu finansowego i rozwój gospodarczy są wzajemnie zależne. Rozwój gospodarczy sprawia, że działalność pośredników finansowych jest opłacalna, a jednocześnie ustanowienie efektywnego systemu finansowego umożliwia przyspieszenie tempa wzrostu

---

<sup>276</sup>J. Robinson, *The Rate of Interest and Other Essays*, MacMillan, London 1952, s. 86.

<sup>277</sup>Laureat Nagrody im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 1976 r.

<sup>278</sup>M. Friedman, A. Schwartz, *A Monetary History of The United States*, Princeton University Press, Princeton 1963.

<sup>279</sup>Ibid., s. 639

<sup>280</sup>M. Graff, op. cit., s. 2.



produkcji<sup>281</sup>. Ważnym elementem tych teorii jest efektywność technologiczna sektora finansowego – przyjmowane jest założenie o jej wzroście wraz z zwiększającymi się rozmiarami branży w wyniku występowania korzyści skali i efektu uczenia się poprzez pracę (wpisują się więc one w pewnym stopniu w nurt endogenicznych modeli wzrostu)<sup>282</sup>. Najważniejszymi ekonomistami, których prace można zaliczyć do grupy teorii współzależności są P.O. Demetriades i K.A. Hussein<sup>283</sup> oraz J. Greenwood i B. Smith<sup>284</sup>. Według nich zarówno jednostronna rola rozwoju finansowego w generowaniu rozwoju, jak i jednostronna rola rozwoju gospodarczego w pobudzaniu rozwoju finansowego są znacznie przeceniane. Nie oznacza to bynajmniej, że brak zależności między tymi dwoma procesami, lecz ich zdaniem ma ona charakter dwukierunkowy, a jej siła zależy od prowadzonej polityki gospodarczej i efektywności instytucji<sup>285</sup>. Poważną wadą teorii współzależności jest to, że są one dość ogólnikowe – ich autorzy ograniczają się zazwyczaj jedynie do wymieniaania czynników wpływających na otoczenie zachodzących procesów.

Kolejna grupa to „teorie braku zależności”. Jak wskazuje sama nazwa, ich autorzy kwestionują występowanie istotnej zależności między rozwojem finansowym i gospodarczym. Należy jednak zaznaczyć, że nie oznacza to, że ich zdaniem całkowicie brak tego typu związków, lecz że są one słabsze niż w innych teoriach (np. tego zdania jest jeden z najbardziej znanych amerykańskich ekonomistów, laureat Nagrody im. Alfreda Nobla, R.E. Lucas<sup>286</sup>) i są głównie wynikiem historycznej zbieżności obydwu procesów, przy czym rozwój gospodarczy związany był ze sferą realną, a rozwój finansowy z historią zmian instytucji finansowych (widoczny przede wszystkim na przykładzie Anglii i Włoch w XVII w.<sup>287</sup>). Pionierzy ekonomii rozwoju (między innymi P.T. Bauer, A. Hirschman, M. Kalecki, A. Lewis, G. Myrdal, R. Prebisch, P. Rosenstein-Rodan, W. Rostow, H. Singer i J. Tibergen), wśród których znajduje się trzech laureatów Nagrody im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii, niemal całkowicie pomijali rolę systemu finansowego, a więc tym samym również omawiane w tym rozdziale zależności<sup>288</sup>.

---

<sup>281</sup> U. Augustine, S.O. Pius, *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Nigeria*, “European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences”, nr 25, 2010, s. 44-53.

<sup>282</sup> *Ibid.*, s. 46.

<sup>283</sup> P.O. Demetriades, K.A. Hussein, *Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries*, “Journal of Development Economics”, wol. 51, 1996, s. 387-415.

<sup>284</sup> J. Greenwood, B. Smith, *Financial markets in development, and the development of financial markets*, “Journal of Economic Dynamics and Control”, wol. 21, 1997, s. 145-182.

<sup>285</sup> P.O. Demetriades, K.A. Hussein, *op. cit.*, s. 406-407.

<sup>286</sup> R.E. Lucas, *On the mechanics of the economic development*, “Journal of Monetary Economics”, wol. 22, 1988, s. 3-42.

<sup>287</sup> M. Graff, *op. cit.*, s. 2.

<sup>288</sup> R. Levine, *op. cit.*, s. 688.

Autorzy teorii zaliczanych do piątej grupy, tj. teorii negatywnej zależności, traktują rozwój finansowy jako proces wpływający istotnie negatywnie na rozwój gospodarczy (kierunek zależności jest więc jednakowy z teoriami podażowymi). Należy przy tym odnotować, że zgodnie z tymi teoriami negatywny wpływ dotyczy zależności długookresowych, nie zaś wyłącznie w krótkim lub średnim okresie. W literaturze ekonomicznej można też znaleźć liczne opracowania podejmujące temat kryzysów finansowych (bankowych, giełdowych, walutowych); szczególnie dużo tego typu publikacji pojawiło się w ostatnich latach w związku z zawirowaniami na światowych rynkach finansowych od 2008 r. Są one częścią szerszego obszaru badań w naukach ekonomicznych, tj. wpływu finansów na wahania koniunktury gospodarczej, jednak tematem niniejszej pracy są związki długookresowe<sup>289</sup>.

Autorzy teorii negatywnej zależności kładą nacisk na potencjalne efekty destabilizacji systemu finansowego w wyniku baniek spekulacyjnych i kryzysów finansowych, a więc zakłóceń w płynnym funkcjonowaniu sektora finansowego<sup>290</sup>. Skutkiem destabilizacji jest zmniejszenie tempa rozwoju gospodarczego lub wręcz obniżenie jego poziomu poprzez zwiększenie natężenia szoków inflacyjnych i w rezultacie wzrost długookresowych wahań produkcji<sup>291</sup>, spadek kursu waluty krajowej (wraz z możliwym kryzysem finansów publicznych)<sup>292</sup> lub nadmierny wzrost stopy inwestycji<sup>293</sup>. Co ważne, zgodnie z tym ujęciem w niektórych krajach, zwłaszcza KSR, negatywne oddziaływanie rozwoju finansowego może być skutkiem polityki państwa, opartej na uproszczonym założeniu mówiącym, że stworzenie rozwiniętego systemu finansowego samo w sobie spowoduje przyspieszenie rozwoju<sup>294</sup>.

J.M. Keynes<sup>295</sup> jako jeden z pierwszych podjął temat możliwego negatywnego oddziaływania rozwoju finansowego. Stwierdził mianowicie, że rozwój rynku kapitałowego w pewnym momencie staje się swoistym dodatkiem do gier hazardowych w kasynie, a giełda papierów wartościowych przestaje pełnić swoje właściwe funkcje. Nie oznacza to jednak, że

---

<sup>289</sup>A. Sławiński, *Rynki finansowe*, op. cit., s. 105-116.

<sup>290</sup>W przeciwieństwie do wspomnianych powyżej teorii dotyczących wpływu na wahania koniunkturalne w tym ujęciu negatywne oddziaływanie wynika z potencjalnej destabilizacji, nie konieczności zaś z faktycznych zaburzeń. Zob. M. Graff, op. cit., s. 2.

<sup>291</sup>T. Beck, M. Lundberg, G. Majnoni, *Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks?*, "Journal of Money and Finance", vol. 25, 2006, s. 1146-1167.

<sup>292</sup>G. Caprio, P. Honohan, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Oxford University Press, Oxford 2001, s. 42-43.

<sup>293</sup>F. Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn 2007, s. 174-202.

<sup>294</sup>G. Caprio, P. Honohan, op. cit., s. 42.

<sup>295</sup>J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, London 1936.

J.M. Keynes oceniał rolę systemu finansowego w rozwoju gospodarczym całkowicie negatywnie. Dowodem na to może być postawa znacznej części reprezentantów nurtu post-keynesowskiego, którzy opierając się na teorii samego J.M. Keynesa twierdzą, że rozwinięty w minimalnym stopniu system finansowy jest jednym z czynników rozwoju<sup>296</sup>. J. Hamid i A. Singh<sup>297</sup> określają oddziaływanie rozwoju rynku akcji jako negatywne, stwierdzając, że lokowanie funduszy w akcje przedsiębiorstw zastępuje umieszczanie ich w bankach, prowadząc do spadku całkowitych oszczędności i inwestycji. A. Calamanti<sup>298</sup> w swojej pracy twierdzi, że rynki kapitałowe mogą być przeszkodą w rozwoju gospodarczym nie tylko poprzez destabilizację gospodarki, ale również w wyniku doprowadzenia do niekorzystnej (z punktu widzenia całej gospodarki) alokacji oszczędności i realokacji realnego majątku.

Jednym z czynników wymienianych jako potencjalnie prowadzących do zahamowania rozwoju jest nadmierny rozrost sektora finansowego, jednocześnie ze zbyt niską efektywnością jego funkcjonowania. Zwłaszcza w ciągu ostatnich kilku lat wielu autorów zaczęło podkreślać, że w takiej sytuacji następuje oderwanie sfery finansowej od sfery realnej (proces ten określa się mianem „alienacji” rynków finansowych<sup>299</sup>) lub też proces odwrotny – nadmierne podporządkowanie pozostałych obszarów gospodarki systemowi finansowemu<sup>300</sup>. Procesy te można łącznie określić jako finansjeryzację (lub finansyzację), czyli nieproporcjonalny podział zysku między pracowników najemnych i rentierów, z których pierwsi tworzą w gospodarce wartość dodaną, drudzy zaś konsumują dochody uzyskane z posiadanych papierów wartościowych. Niezainwestowane zyski zasilają sferę finansową, w której wartość aktywów rośnie, zaś wartość aktywów realnych staje się ograniczona. System finansowy w perspektywie makroekonomicznej przestaje wypełniać swoje najważniejsze zadania, gdyż oszczędności sfery realnej nie są transformowane w inwestycje, lecz w fundusze spekulacyjne<sup>301</sup>. Zgodnie z inną definicją finansyzacja to proces systematycznej autonomizacji sfery finansowej (w stosunku do realnej) lub wręcz osiągnięcie pewnej nadrzędności – w ten sposób staje się dominującym uczestnikiem życia gospodarczego, a gospodarkę towarowo-pieniężną zastępuje pieniążno-towarowa<sup>302</sup>.

---

<sup>296</sup>P.O. Demetriades, K.A. Hussein, op. cit., s. 388.

<sup>297</sup>J. Hamid, A. Singh, *Corporate Financial Structures in Developing Countries*, „International Finance Corporation Technical Paper”, nr 1, 1992, s. 10-25.

<sup>298</sup>A. Calamanti, *The securities market and underdevelopment*, Giuffrè, Milano 1983.

<sup>299</sup>A. Herman, *Przedsiębiorstwo w kapitalizmie giełdowym*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2/2007, s. 31-38.

<sup>300</sup>K. Rybiński, *Liderom świata brakuje wizji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 3/2008, s. 36.

<sup>301</sup>G. Olszewska, *Rynki finansowe XXI wieku*, [w:] J. Bednarczyk, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), op. cit., s. 266.

<sup>302</sup>M. Götz, *Kryzys i przyszłość strefy euro*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2012, s. 16-17; M. Ratajczyk, *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista”, nr 3, 2012, s. 281-302.

Poważnym zastrzeżeniem, co do teorii negatywnego wpływu, jest to, że wielu z ekonomistów, których teorie zalicza się do tego nurtu, nie dokonuje wystarczająco wyraźnego rozróżnienia między oddziaływaniami krótko- i długookresowymi. Choć teorie te są nieraz użyteczne w wyjaśnianiu zależności zachodzących na przestrzeni paru lat (np. załamań gospodarczych w wyniku kryzysów walutowych), to niewielu autorów podjęło próbę uzasadnienia negatywnego wpływu rozwoju finansowego na gospodarczy w długim okresie. Teorie podażowe oraz popytowe wydają się być znacznie lepiej osadzone w teorii ekonomii i, zdaniem autora, wnoszą do niej większą wartość. Nie oznacza to oczywiście, że ujęcie negatywnej zależności jest całkowicie nieprawdziwe, lecz jedynie, że brak dotychczas zadawalającego wyjaśnienia mechanizmu niekorzystnego oddziaływania. Inny istotny zarzut to utożsamianie przez niektórych autorów procesów rozwoju finansowego i wzrostu rozmiaru tego sektora – niekoniecznie większy sektor finansowy jest lepiej rozwinięty. Poza tym część zwolenników teorii negatywnego wpływu w istocie popiera ujęcie podażowe. Przykładowo tworzenie się banki spekulacyjnej na rynku akcji i będące tego konsekwencją zaburzenia sektora realnego oznaczają, że spadek poziomu rozwoju finansowego spowodował spadek poziomu rozwoju gospodarczego, co potwierdza kierunek zależności teorii podażowych i jest dodatkowym argumentem na rzecz ich prawdziwości.

Interesującą alternatywę wobec ujęć podażowych, popytowych lub współzależności zaproponował ponad 40 lat temu H.T. Patrick<sup>303</sup>. Jego teorię można nazwać „teorią etapów rozwoju”. Zgodnie z nią zanim kraj wkroczy na ścieżkę wzrostu, utożsamianego przez autora z industrializacją, dominują efekty podażowe – system finansowy może wspierać innowacyjne inwestycje. Gdy tempo wzrostu rośnie, stopniowo maleje znaczenie efektów podażowych, a rośnie odpowiedzi na impulsy popytowe. W ten sposób w początkowych fazach rozwoju gospodarczego właściwszy jest opis z wykorzystaniem teorii podażowych, a w kolejnych popytowych. Sekwencyjny proces rozwoju finansowego i gospodarczego może zachodzić także w skali pojedynczych gałęzi gospodarki.

H.T. Patrick w innej swojej publikacji na potwierdzenie prawdziwości teorii etapów rozwoju podaje przykład z historii gospodarczej świata – Japonię w okresie pomiędzy latami 70. XVIII w. i I wojną światową<sup>304</sup>. Na początku tego okresu japoński rząd wspierał budowę nowoczesnego sektora bankowego. Z powodu braku dużych kredytobiorców banki skoncentrowały się na finansowaniu rolnictwa i drobnego handlu. Dzięki dostępowi do

---

<sup>303</sup>H.T. Patrick, *Financial Development*, op. cit., s. 177.

<sup>304</sup>H.T. Patrick, *Banking in the Early Stages of Industrialization*, Oxford University Press, New York 1967, s. 288-290.

finansowania przedsiębiorcy mogli podejmować coraz większe projekty inwestycyjne i stopniowo zaczęły powstawać duże przedsiębiorstwa, zwłaszcza w branży kolejowej i włókienniczej. W miarę upływu czasu system finansowy w coraz mniejszym stopniu pełnił rolę generatora wzrostu, a w coraz większym jego kształt i oferowane usługi były odpowiedzią na popyt z sektora realnego, np. banki wycofywały się z kredytowania niektórych gałęzi gospodarki, a zwiększały ofertę kredytów konsumenckich.

Omówione powyżej teorie, podzielone na pięć grup, dotyczą krajów na różnych poziomach rozwoju. Niewielu autorów podejmowało temat teoretycznych oddziaływań w KSR, mimo tego, że w ostatnich latach publikuje się coraz więcej wyników badań je obejmujących. Nieliczne prace dotyczące wspomnianej tematyki poświęcone są zazwyczaj różnicom pomiędzy systemem finansowym zorientowanym bankowo a zorientowanym rynkowo w kontekście krajów na niższym poziomie rozwoju<sup>305</sup>.

Rozbudowany opis roli odgrywanej przez rynki akcji w KSR zamieścili w swojej pracy P.L. Rousseau i P. Wachtel<sup>306</sup>. Wymieniają oni przede wszystkim cztery obszary, w których rynek akcji ma największe znaczenie, związane z przedstawionymi funkcjami gospodarczymi tej części systemu finansowego (wpisują się także w nurt teorii podażowych):

1. Rynek akcji jest w KSR potencjalnym (czasami może stać się głównym) mechanizmem wyjścia z inwestycji dla inwestorów i przedsiębiorców (w drodze IPO), co sprzyja pozyskiwaniu funduszy przez przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju (istotna jest jednak płynność rynku). Pozytywne skutki mogą wykraczać poza podmioty bezpośrednio zaangażowane w transakcje i zwiększać ogólną aktywność przedsiębiorców.
2. Rozwój rynku akcji przyczynia się do wzrostu napływu kapitału zagranicznego, zwłaszcza w formie inwestycji portfelowych (w mniejszym stopniu bezpośrednich inwestycji zagranicznych). Dzięki temu możliwe staje się sfinansowanie deficytów rachunków obrotów bieżących charakterystycznych dla wielu KSR.
3. Wyżej rozwinięty rynek akcji, z giełdą papierów wartościowych, sprzyja większemu zaangażowaniu inwestorów krajowych i zagranicznych w projekty długoterminowe, a także niepodzielne o dużej wartości, z korzyściami skali.
4. Rynek akcji jest w KSR jednym z niewielu dostępnych publicznie i stosunkowo wiarygodnych źródeł informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstw i wycenach

---

<sup>305</sup>Np. R. Levine, *Bank-based or market-based financial systems: which is better?*, "Journal of Financial Intermediation", wol. 11, 2002, s. 398–428.

<sup>306</sup>P.L. Rousseau, P. Wachtel, *Equity markets and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980-1995*, "Journal of Banking and Finance", wol. 24, 2000, s. 1933-1957.

aktywów, poprawiając w ten sposób efektywność całego sektora pośrednictwa finansowego (ze skutkami gospodarczymi, które zostały już wcześniej opisane).

## **2.3. Relacje pomiędzy rynkiem akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym: przegląd badań empirycznych**

Wśród ekonomistów nadal brak pełnej zgody, co do siły i kierunku wzajemnych oddziaływań między rozwojem rynku akcji (lub szerzej rozwojem finansowym) i rozwojem gospodarczym<sup>307</sup>. W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat przeprowadzono wiele badań empirycznych, wykorzystujących narzędzia ekonometryczne, których autorzy próbowali znaleźć odpowiedzi na pytania dotyczące tych zależności. Poniżej zostaną przedstawione najistotniejsze z nich wraz z próbą oceny. W związku z tym, że niewielu autorów koncentrowało się wyłącznie na oddziaływaniu rynków akcji, zaprezentowane zostaną również badania nad wpływem rozwoju finansowego.

Jako pierwsze omówione zostaną badania dotyczące ogółu krajów (bez wyodrębniania kategorii ze względu na poziom rozwoju) oraz KWR, w drugiej zaś części przeglądu zaprezentowane zostaną wyniki wybranych prac, w których podmiotem badania były KSR, w tym zwłaszcza BRIC<sup>308</sup>. Wyniki najważniejszych badań zostaną zamieszczone w tabelach, a wybrane zostaną dodatkowo opisane bardziej szczegółowo.

### **2.3.1. Badania dotyczące ogółu krajów lub KWR**

Pierwsze badanie empiryczne nad wzajemnymi zależnościami pomiędzy rozwojem finansowym i rozwojem gospodarczym z zastosowaniem danych przekrojowych było autorstwa R.W. Goldsmitha<sup>309</sup>. Ekonomista ten stwierdził, że jednym z najważniejszych, jeżeli nie najistotniejszych, lecz jednocześnie słabo zbadanych, zagadnieniem nauk ekonomicznych jest wpływ systemu finansowego i jego struktury na rozwój gospodarczy<sup>310</sup>. Z tego powodu spróbował ocenić rzeczywiste znaczenie rozwoju finansowego oraz rynków i pośredników finansowych w jego ramach dla procesów rozwojowych. Najważniejszym

---

<sup>307</sup>Należy zaznaczyć, że w niemal wszystkich badaniach empirycznych w tej dziedzinie traktuje się procesy wzrostu i rozwoju jako tożsame. Wynika to z problemów z ujęciem tempa i poziomu rozwoju w formie wskaźników liczbowych, niezbędnych do przeprowadzenia analizy ekonometrycznej. W nielicznych badaniach uwzględnia się wybrane aspekty rozwoju, np. nierówności dochodowe lub linię ubóstwa.

<sup>308</sup>Badania, których autorzy skoncentrowali się na analizie zależności w KSR zostaną omówione w punkcie 2.3.2 pracy (wyjątkiem są studia przypadków, które zostaną opisane w całości w punkcie 2.3.1), a ocena stosowanych narzędzi ekonometrycznych zostanie zamieszczona w rozdziale piątym.

<sup>309</sup>R.W. Goldsmith, op. cit, s. 20-431.

<sup>310</sup>Ibid., s. 390.

wynikiem badania R.W. Goldsmitha jest stwierdzenie, że wraz z rozwojem gospodarczym kraju rośnie wielkość sektora pośredników finansowych i wykrycie dodatniej korelacji między rozwojem finansowym i gospodarczym. Badacz ten stwierdził, że na podstawie oszacowań ekonometrycznych nie można wyciągnąć wniosków, co do kierunku zależności. Jednak opierając się na teoriach innych autorów, przyjął, że to rozwój finansowy jest czynnikiem wpływającym na rozwój gospodarczy, a nie odwrotnie.

**Tabela 2.3. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/ryнку akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem danych przekrojowych**

<b>Autor/Autorzy</b>	<b>Rok</b>	<b>Wnioski</b>
Goldsmith	1969	korelacja między rozwojem finansowym i gospodarczym jest dodatnia
King i Levine	1993	silna, dodatnia korelacja między rozwojem finansowym oraz tempem i poziomem rozwoju gospodarczego
Atje i Jovanovic	1993	pozytywny wpływ rynku akcji na tempo i poziom rozwoju gospodarczego
Levine i Zervos	1996	silna korelacja między rozwojem rynku akcji i tempem wzrostu gospodarczego
Harris	1997	rynek akcji oddziałuje na rozwój gospodarczym w niewielkim stopniu
Levine i Zervos	1998	płynność rynku akcji jest dodatnio skorelowana ze stopami wzrostu PKB i produktywności oraz akumulacją kapitału w gospodarce; wpływ rynku akcji jest prawie dwukrotnie większy niż sektora bankowego

Zródło: Opracowanie własne na podst.: R.W. Goldsmith, op. cit., s. 20-431; R. King, R. Levine, op. cit., s. 713-737; R. Atje, B. Jovanovic, *Stock Markets and Development*, "European Economic Review", wol. 37, 1993, s. 632-640; R. Levine, S. Zervos, *Stock Market Development and Long-Run Growth*, "World Bank Policy Research Working Papers", wol. 1582, 1996; R. Levine, S. Zervos, *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, "American Economic Review", wol. 88, 1998, s. 537-558.

Rezultaty pionierskich badań, zgodnie z którymi rozwój finansowy ma korzystny wpływ na proces rozwoju ekonomicznego, wpłynęły na kształtowanie polityki gospodarczej wielu krajów (zwłaszcza KSR), w których kładziono nacisk na rozbudowę systemu finansowego<sup>311</sup>. Pod koniec lat 80. XX w. okazało się jednak, że nie we wszystkich krajach takie działania przyniosły pożądane skutki i omawiana tematyka ponownie stała się przedmiotem intensywnych badań. W latach 90. XX w. ukazały się najważniejsze dotychczas

<sup>311</sup>J. Ang, *A survey of recent developments in the literature of finance and growth*, "Journal of Economic Surveys", wol. 22, nr 3, 2008, s. 536-576.

prace zawierające wyniki badań z zastosowaniem danych przekrojowych, początkowo ujmujące sektor finansowy jako całość, później także z wyróżnieniem oddziaływania sektora bankowego i rynku kapitałowego.

R. Atje i B. Jovanovic<sup>312</sup> jako pierwsi skoncentrowali się w swoim badaniu na rynkach akcji. Wykorzystując dane dla 94 krajów z okresu 1960-1985, uzyskali wyniki świadczące o pozytywnym wpływie rynku akcji zarówno na tempo, jak i na poziom rozwoju gospodarczego. Wpływ sektora bankowego okazał się być nieistotny statystycznie.

Kolejna praca dotycząca tego tematu została opublikowana przez R. Levine i S. Zervos<sup>313</sup>. Badanie to pokazało silną korelację między ogólnym poziomem rozwoju rynku akcji i tempem wzrostu gospodarczego. Jednocześnie, gdy do modelu został włączony wskaźnik rozwoju sektora bankowego, okazało się, że wpływ banków jest nieistotny w zestawieniu z oddziaływaniem rynku akcji.

Najczęściej cytowaną publikacją, dotyczącą wpływu rynków akcji i banków na rozwój gospodarczy, jest kolejna praca R. Levine i S. Zervos<sup>314</sup>. W celu przeprowadzenia analizy i oceny zależności między rynkiem akcji i rozwojem gospodarczym ekonomii ci skonstruowali kilka wskaźników rozwoju rynku akcji dla grupy 42 krajów za lata 1976-1993. Najważniejszym zastosowanym miernikiem był współczynnik obrotu, obliczony jako iloraz całkowitej wartości akcji sprzedanych/kupionych na krajowych giełdach papierów wartościowych i kapitalizacji. Zdaniem badaczy wyższa wartość wskaźnika obrotu powinna oznaczać wyższy poziom rozwoju rynku akcji. Na podstawie rezultatów oszacowań modeli autorzy stwierdzili, że płynność rynku akcji (a także aktywność kredytowa banków) są istotnie dodatnio skorelowane z stopą wzrostu PKB i produktywności oraz akumulacją kapitału, nawet przy uwzględnieniu wpływu innych czynników, w tym stopy inflacji, prowadzonej polityki gospodarczej i stabilności politycznej. Wpływ rynku akcji jest przy tym niemal dwukrotnie silniejszy niż sektora bankowego. Wyniki te są zgodne z teoriami mówiącymi o funkcji płynnościowej rynków akcji; wskazują również na to, że rynek akcji i sektor bankowy spełniają w gospodarce komplementarne funkcje. Istotnym problemem jest nieuwzględnienie w badaniu pozostałych elementów sektora finansowego, w tym zwłaszcza rynku obligacji oraz usług finansowych świadczonych przez podmioty inne niż banki – w

---

<sup>312</sup>R. Atje, B. Jovanovic, op. cit., s. 632-640.

<sup>313</sup>R. Levine, S. Zervos, *Stock Market Development and Long-Run Growth*, op. cit.

<sup>314</sup>R. Levine, S. Zervos, *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, op. cit., s. 537-558.



niektórych krajach kapitalizacja rynku obligacji prywatnych jest niemal równa kapitalizacji rynku akcji, a kapitalizacja rynku obligacji skarbowych ją przewyższa<sup>315</sup>.

Najważniejszą zaletą badań nad wpływem rynku akcji na rozwój gospodarczy z wykorzystaniem danych przekrojowych jest możliwość uzyskania wyników dla dużej grupy krajów, a tym samym uogólnienia ich dla pewnej kategorii gospodarek lub wręcz dla wszystkich państw świata i określenie zgodności pewnych elementów teoretycznych z rzeczywistością<sup>316</sup>.

W związku z zastrzeżeniami, co do badań opartych na danych przekrojowych, takimi jak prowadzenie rozważań na zbyt zagregowanym poziomie uniemożliwiające właściwe uwzględnienie i przeanalizowanie wpływu złożoności poszczególnych systemów finansowych i czynników historycznych, wielu ekonomistów zdecydowało się zastosować modele wykorzystujące szeregi czasowe dla poszczególnych państw. Podejście to niemal wyparło modele z danymi przekrojowymi. Jedną z przyczyn popularności badań na szeregach czasowych jest możliwość przeprowadzenia testów przyczynowości i próby określenia kierunku zależności<sup>317</sup> (nie można wykonać testów tego typu dla danych przekrojowych).

Sz szczególnie godne uwagi są, często przytaczane przez innych ekonomistów, teksty opublikowane przez P.O. Demetriadesa we współpracy z różnymi autorami. W swojej pierwszej publikacji na ten temat P.O. Demetriades i K.A. Hussein<sup>318</sup> wykorzystali szeregi czasowe z danymi dla 16 krajów na różnym poziomie rozwoju (zarówno KSR, jak i KWR, ale z wyłączeniem krajów najbogatszych np. USA i Japonii). Opierając się na testach przyczynowości zakwestionowali pogląd podażowy, mówiący o istotnej roli rozwoju finansowego w generowaniu rozwoju – stwierdzili, że zależności mają raczej charakter dwukierunkowy. Interesujące są także badania dotyczące różnic w oddziaływaniu banków i rynków akcji na rozwój gospodarczy. P. Arestis, P.O. Demetriades i K. Luintel<sup>319</sup> wykorzystali dane kwartalne z 5 KWR (Niemcy, Francja, Wielka Brytania, USA i Japonia) z okresu 1972-1998. Do badania przyjęli następujące zmienne: logarytm PKB, logarytm całkowitej kapitalizacji rynku akcji w stosunku do PKB, odchylenie standardowe cen akcji na

---

<sup>315</sup>T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence*, "National Bureau of Economic Research Working Paper", wol. 10979, 2004, s. 5-47.

<sup>316</sup>Niektóre z prac tego typu opublikowanych w kolejnych latach to: R. Ram, *Financial development and economic growth: additional evidence*, "Journal of Development Studies", wol. 35, 1999, s. 164-174; A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic, *Law, finance, and firm growth*, "Journal of Finance", wol. 53, 2002, s. 2107-2137.

<sup>317</sup>Np. za pomocą testu przyczynowości Grangera. Zob. W. Charemza, D. Deadman, *Nowa ekonometria*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1997, s. 195-250.

<sup>318</sup>P.O. Demetriades, K.A. Hussein, op. cit., s. 387-411

<sup>319</sup>P. Arestis, P.O. Demetriades, K. Luintel, *Financial development and economic growth: the role of stock markets*, "Journal of Money, Credit, and Banking", wol. 33, 2001, s. 16-41.

koniec kwartału (wskaźniki rozwoju i zmienności na rynku akcji) oraz logarytm wskaźnika wartości kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu w stosunku do PKB (wskaźnik rozwoju segmentu banków). Doszli do wniosku, że zarówno sektor bankowy, jak i rynek akcji, są ważnymi czynnikami rozwoju, ale wpływ banków jest zdecydowanie silniejszy.

**Tabela 2.4. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem szeregów czasowych dla więcej niż jednego kraju**

Autor/Autorzy	Rok	Wnioski
Jung	1986	potwierdzenie teorii etapów rozwoju: w KSR dominują efekty podażowe, a w KWR popytowe
Demetriades i Hussein	1996	rozwój systemu finansowego i rozwój gospodarczy są wzajemnie zależne
Arestis i Demetriades	1997	w USA przeważają efekty popytowe rozwoju finansowego, a w Niemczech efekty podażowe
Xu	2000	w większości analizowanych krajów można zaobserwować efekty podażowe
Arestis, Demetriades i Luintel	2001	sektor bankowy ma silniejszy wpływ na rozwój gospodarczy niż rynek akcji
Bekaert, Harvey i Lundblad	2005	rozwój rynku akcji poprzez jego liberalizację powoduje lepszą alokację zasobów i wzrost stopy inwestycji

Zródło: Opracowanie własne na podst. W. Jung, *Financial development and economic growth: international evidence*, "Economic Development and Cultural Change", wol. 34, 1986, s. 333-346; P.O. Demetriades, K.A. Hussein, op. cit., s. 387-411; P. Arestis, P.O. Demetriades, *Financial development and economic growth: assessing the evidence*, "Economic Journal", wol. 107, 1997, s. 783-799; Z. Xu, *Financial development, investment, and economic growth*, "Economic Inquiry", wol. 38, 2000, s. 331-344; P. Arestis, P.O. Demetriades, K. Luintel, op. cit., s. 16-41; G. Bekaert, C.R. Harvey, C. Lundblad, *Does Financial Liberalization Spur Growth?*, "Journal of Financial Economics", wol. 77, 2005, s. 3-55.

Część badaczy przeprowadziła analizę wyłącznie dla jednego kraju, próbując w ten sposób dokładnie zrozumieć siłę i charakter zależności w danym państwie oraz zidentyfikować najważniejsze czynniki mogące wpływać na nie wpływać. Krótka charakterystyka kilka wybranych badań tego rodzaju została umieszczona w tabeli 2.5. Dotyczą one wyłącznie KWR – publikacje, których autorzy podejmowali tematykę KSR, zostaną opisane w kolejnym punkcie pracy.

Godne uwagi są bardzo nieliczne publikacje zawierające wyniki badań dla Polski. W jednym z tego typu badań I. Bujnowicz i W. Dębski<sup>320</sup> zbadali wpływ wzrostu gospodarczego na rozwój polskiego sektora finansowego. W. Dębski, wspólnie z I. Maciejczyk<sup>321</sup>, opublikował także wyniki dalszych badań nad zależnościami między rozwojem finansowym i wzrostem gospodarczym, w których przeanalizowane zostały oddziaływania w drugim kierunku (nie w ujęciu popytowym, a w podażowym). Wyniki obliczeń świadczą o tym, że rozwój finansowy miał w analizowanym okresie pozytywny wpływ na poziom PKB. Przykładowo, na podstawie parametrów modeli można stwierdzić, że wzrost średniorocznej kapitalizacji giełdy w odniesieniu do PKB o 1% powoduje (przy innych warunkach niezmiennych) wzrost produktu krajowego brutto o 0,36%. Na rozwój rynku akcji, mierzony odsetkiem średniorocznej kapitalizacji w PKB, wpływała głównie aktywność spółek na rynku pierwotnym (emisja akcji).

**Tabela 2.5. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem szeregów czasowych dla jednego kraju**

Autor/Autorzy	Rok	Kraj	Wnioski
Rousseau i Sylla	1999	USA	rozwój systemu finansowego, w tym rynku akcji, był istotnym źródłem rozwoju gospodarczego w latach 1790-1850
Rousseau	1999	Japonia	rozwój finansowy był powiązany z rozwojem gospodarczym kraju przed I Wojną Światową
Bujnowicz i Dębski	2007	Polska	wzrost gospodarczy wpływa pozytywnie na wielkość aktywów banków i kapitalizację rynku akcji
Bukowski	2009	Polska	istotny, pozytywny wpływ rozwoju rynku akcji na akumulację kapitału i efektywność
Dębski i Maciejczyk	2010	Polska	rozwój finansowy wpływa pozytywnie na wzrost gospodarczy

Źródło: Opracowanie własne. na podst.: P.L. Rousseau, R. Sylla, *Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth*, "National Bureau of Economic Research Working Paper", nr 7448, 1999, s. 1-50; P.L. Rousseau, *Finance, Investment, and Growth in Meiji-Era Japan*, "Japan and the World Economy", wol. 11, 1999, s. 185-198; I. Bujnowicz, W. Dębski, op. cit.; S. Bukowski, *Rozwój rynków finansowych a wzrost gospodarczy: przypadek Polski*, [w:] J. Bednarczyk, S. Bukowski, J. Misala (red.), op. cit., s. 13-30; W. Dębski, I. Maciejczyk, op. cit.

<sup>320</sup>I. Bujnowicz, W. Dębski, *Wpływ wzrostu gospodarczego na rozwój sektora finansowego w Polsce*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007, s. 14-22.

<sup>321</sup>W. Dębski, I. Maciejczyk, *Analiza ekonometryczna wzajemnych zależności pomiędzy wzrostem gospodarczym i rozwojem rynku finansowego w Polsce*, [w:] S. Bukowski (red.), *Globalizacja i regionalizacja a wzrost gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010, s. 149-161.

Wyniki obydwu wspomnianych badań potwierdzają istnienie w Polsce dodatnich zależności między rozwojem finansowym i wzrostem gospodarczym, co oznacza, że z przedstawionych wcześniej ujęć teoria współzależności wydaje się najtrafniej objaśniać charakter tych oddziaływań. Należy jednak zastrzec, że autorzy analizowali wyłącznie wzrost gospodarczy, nie wykorzystali zaś nieco bardziej zaawansowanych wskaźników, które można by uznać za miary rozwoju gospodarczego (najprostszym sposobem byłoby rozszerzenie badania i zastosowanie PKB per capita).

W ostatnich latach, część badaczy próbowało ominąć wady klasycznych analiz z danymi przekrojowymi za pomocą dołączenia do nich wymiaru czasowego, czyli stosując dane panelowe. Tego typu badania można potraktować jako połączenie dwóch wcześniejszych sposobów analizy – najważniejsze z nich zostały wymienione w tabeli 2.6.

**Tabela 2.6. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/ryнку akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem danych panelowych**

Autor/Autorzy	Rok	Wnioski
De Gregorio i Guidotti	1995	pozytywny wpływ rozwoju finansowego na rozwój gospodarczy
Beck, Levine i Loayza	2000	rozwój finansowy jest skorelowany dodatnio z stopą wzrostu realnego PKB per capita
Rousseau i Wachtel	2000	rozwój rynku akcji prowadzi do wzrostu realnego PKB per capita
Calderon i Liu	2003	procesy rozwoju finansowego i gospodarczego są współzależne, zwłaszcza w długim okresie
Beck i Levine	2004	rynek akcji i sektor bankowy pełnią ważne funkcje w gospodarce; wpływ sektora bankowego na tempo gospodarczego jest nieznacznie silniejszy

Źródło: Opracowanie własne na podst.: J. De Gregorio, P.E. Guidotti, *Financial development and economic growth*, "World Development", wol. 23, 1995, s. 433–448; T. Beck, R. Levine, N. Loayza, *Finance and the sources of growth*, "Journal of Financial Economics", wol. 58, 2000, s. 261–300; P.L. Rousseau, P. Wachtel, op. cit., s. 1933-1957; C. Calderon, L. Liu, *The direction of causality between financial development and economic growth*, "Central Bank of Chile Working Papers", nr 184, 2002, s. 2-21; T. Beck, R. Levine, *Stock markets, banks, and growth: panel evidence*, "Journal of Banking and Finance", wol. 28, 2004, s. 423–442.

P.L. Rousseau i P. Wachtel<sup>322</sup> zbadali wpływ rynków akcji na rozwój gospodarczy na podstawie danych rocznych z 47 krajów (KSR i KWR; włączenie poszczególnych krajów do analizy zależało od dostępności danych) za lata 1980-1995. Stwierdzili, że wzrost płynności oraz wielkości rynku akcji, mierzony odpowiednio wartością obrotów i całkowitą

<sup>322</sup>P.L. Rousseau, P. Wachtel, op. cit., s. 1933-1957.

kapitalizacją, powoduje zwiększenie realnego PKB per capita (przedmiotem badania był poziom, nie zaś stopa wzrostu). Jednak wpływ kapitalizacji okazał się być stosunkowo mniej istotny.

Mimo uwzględnienia w pewnym stopniu wymiaru czasowego w badaniach z zastosowaniem danych panelowych główne zastrzeżenia, co do tego typu modeli są niemal identyczne jak dla danych przekrojowych i związane przede wszystkim z nadmiernym stopniem agregacji danych, utrudniającym wyciągnięcie poprawnych wniosków<sup>323</sup>.

**Tabela 2.7. Wybrane studia przypadków wzajemnych zależności między rozwojem finansowym/rynku akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym**

Autor/Autorzy	Rok	Wnioski
Haber	1991	w Brazylii i Meksyku różnice w stopniu rozwoju systemu finansowego miały duży wpływ na stopy wzrostu; słabo rozwinięte rynki akcji i obligacji są barierą rozwoju
Wright	2002	system finansowy w USA odegrał ważną rolę w osiągnięciu przez ten kraj statusu potęgi gospodarczej poprzez wpływ na poprawę alokacji zasobów
Nawrot	2008	rynek kapitałowy w Polsce jest słabo rozwinięty i nie wpływa znacząco na procesy gospodarcze

Zródło: Opracowanie własne na podst.: S. Haber, *Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States 1830-1930*, "Journal of Economic History", wol. 51, 1991, s. 559-580; R.E. Wright, op. cit.; W. Nawrot, op. cit., s. 87-219.

Niektórzy ekonomiści nie ograniczyli się w swoich badaniach do skonstruowania, oszacowania i interpretacji modeli ekonometrycznych, lecz podjęli próbę szerokiej oceny wpływu systemu finansowego na procesy rozwojowe. Tego typu badania, poza analizą statystyczną i ekonometryczną obejmują także analizę jakościową znaczenia rozwoju finansowego w różnych obszarach gospodarki. W uproszczeniu można je określić jako „studia przypadków” (dotyczące zazwyczaj pojedynczych krajów). Liczba tego typu badań nie jest zbyt wysoka, co może wynikać z poważnych trudności związanych z ich wiarygodnym przeprowadzeniem. Kilka wybranych, najbardziej godnych uwagi badań tego typu przedstawiono w tabeli 2.7<sup>324</sup>.

S. Haber<sup>325</sup> przeprowadził analizę porównawczą zależności między rynkiem kapitałowym i wartością produkcji przemysłowej w Brazylii, Meksyku i Stanach

<sup>323</sup>J. Ang., op. cit., s. 562.

<sup>324</sup>Zależności pomiędzy rozwojem rynku akcji a przebiegiem procesów w sferze realnej były także przedmiotem badania przeprowadzonego przez A. Kasprzak-Czelej. Zob. A. Kasprzak-Czelej, op. cit., s. 161-253.

<sup>325</sup>S. Haber, op. cit., s. 559-580.

Zjednoczonych w latach 1830-1930. Wykorzystując historyczne dane dotyczące pojedynczych przedsiębiorstw, ekonomista ten zbadał wpływ rozwoju rynku kapitałowego na strukturę i tempo rozwoju sektora przemysłowego. Duże znaczenie w kształtowaniu się tych zależności odegrały czynniki polityczne. Przykładowo po obaleniu monarchii w Brazylii (1889 r.) i ustanowieniu republiki nowe władze zdecydowały się znacząco zliberalizować rynki finansowe. W wyniku tego brazylijskie przedsiębiorstwa uzyskały łatwiejszy dostęp do finansowania zewnętrznego, zmalał stopień koncentracji branż, a produkcja przemysłowa wyraźnie wzrosła. S. Haber stwierdza na podstawie wyników swoich badań, że różnice w stopniu rozwoju systemu finansowego pomiędzy krajami miały duży wpływ na osiągnięte przez nie stopy wzrostu. Co więcej, słabo rozwinięte rynki akcji i obligacji były poważną przeszkodą w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw i oddziaływały negatywnie na wartość produkcji przemysłowej.

### **2.3.2. Rynki akcji a gospodarki krajów słabo rozwiniętych w badaniach empirycznych**

Mimo że literatura dotycząca siły i kierunku zależności między rynkami akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym jest bogata, to większość autorów koncentrowała się przede wszystkim na analizie relacji w KWR; znacznie mniej ekonomistów podejmowało próbę zbadania ich dla krajów uboższych. Nie oznacza to, że zupełnie brak tego typu prac – najistotniejsze z nich zostaną omówione w tej części pracy, w tym obejmujące zarówno grupy państw (w pierwszej kolejności), jak i pojedyncze kraje<sup>326</sup>.

Okres wzmożonego zainteresowania tematyką KSR, zwłaszcza rynkami wschodzącymi, rozpoczął się na przełomie XX i XXI w. Wówczas opublikowano kilkanaście tekstów poświęconych tym krajom. Najistotniejsze z nich, zdaniem autora niniejszej pracy, wymieniono w tabeli 2.8. Inne ważne publikacje są autorstwa m.in. Y.K. Al-Yousifa<sup>327</sup> i J. Biswasa<sup>328</sup>.

N.F. Campos, R.K. Filer i J. Hanousek<sup>329</sup> skoncentrowali się na wpływie rynków akcji na wzrost gospodarczy w KSR. Jako wskaźniki rozwoju rynku akcji autorzy przyjęli

---

<sup>326</sup>W tym punkcie pominięto badania, w których analiza dla KSR jest częścią analizy ogólnej dla różnych grup – ich najważniejsze wyniki zostały opisane w podrozdziale 2.3.1.

<sup>327</sup>Y.K. Al-Yousif, *Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries*, "Review of Financial Economics", vol. 11, 2002, s. 131-150.

<sup>328</sup>J. Biswas, *Does Finance Lead to Economic Growth? An Empirical Assessment of 12 Asian Economies*, "Margin: the Journal of Applied Economic Research", vol. 2, 2008, s. 229-246.

<sup>329</sup>N.F. Campos, R.K. Filer, J. Hanousek, *Do Stock Markets Promote Economic Growth?*, "Center for Economic Research and Graduate Education - Economics Institute Working Paper Series", vol. 151, 1999, s. 1-30.

kapitalizację w stosunku do PKB, współczynnik obrotu i zmianę liczby notowanych spółek, a jako miarę wzrostu gospodarczego PKB per capita (nie podano w jakiej walucie)<sup>330</sup>. Na podstawie przeprowadzonych oszacowań autorzy badania doszli do wniosku, że rozwój rynku akcji ma silny wpływ na wzrost gospodarczy KSR, znacznie silniejszy niż dla wybranych KWR, które włączono do analizy w celach porównawczych. Co więcej, po przedstawieniu powyższych wniosków autorzy rozszerzyli obszar badania i uzyskali wyniki świadczące o istotnym wpływie otoczenia prawnego i regulacyjnego na rynki akcji KSR – stwierdzają wręcz, że w krajach z wysoką korupcją lub nadmiernymi interwencjami rządu w funkcjonowanie rynku akcji przestają one niemal całkowicie wywierać wpływ na proces wzrostu gospodarczego i mogą stać się nawet barierą rozwojową.

**Tabela 2.8. Wybrane badania empiryczne wzajemnych zależności między rozwojem finansowym/rynku akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym dla więcej niż jednego KSR**

Autor/Autorzy	Rok	Wnioski
Gupta	1984	w 14 KSR rozwój finansowy oddziaływał pozytywnie na wzrost gospodarczy; w mniejszym stopniu występowała zależność odwrotna
Campos, Filer, Hanousek,	1999	rozwój rynków akcji miał silny wpływ na wzrost gospodarczy w 64 KSR; brak odpowiedniego otoczenia rynków akcji znacząco zmniejsza ich rolę jako czynnika wzrostu
Christopoulos i Tsionas	2004	w długim okresie rozwój finansowy wpływa dodatnio na wzrost gospodarczy KSR; brak znaczących oddziaływań w krótkim okresie
El-Wassal	2005	w KSR przeważają efekty popytowe, tj. wzrost gospodarczy wpływa istotnie na rozwój rynków akcji; efekty podażowe nie występują

Zródło: Opracowanie własne na podst.: K.L. Gupta, *Finance and Economic Growth in Developing Countries*. Croom Helm, London 1984; N.F. Campos, R.K. Filer, J. Hanousek, op. cit., s. 1-30; D.K. Christopoulos, E.G. Tsionas, *Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests*, "Journal of Development Economics", wol. 73, 2004, s. 55-74; K.A. El-Wassal, *Understanding the Growth in Emerging Stock Markets*, "Journal of Emerging Market Finance", wol. 4, 2005, s. 228-264.

W związku z tym, że przeprowadzono badania dotyczące pojedynczych krajów dla znacznego grona KSR, omówione zostaną przede wszystkim prace zawierające analizy dla krajów BRIC; z pozostałych publikacji wybrano trzy należące do najczęściej cytowanych i przedstawiono je w tabeli 2.9.

<sup>330</sup>Ibid., s. 4.

**Tabela 2.9. Badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy dla wybranych KSR**

<b>Autor/Autorzy</b>	<b>Rok</b>	<b>Kraj</b>	<b>Wnioski</b>
Acaravci, Acaravci, Ozturk	2007	Turcja	w krótkim i średnim okresie rozwój finansowy wpływa istotnie dodatnio na wzrost gospodarczy
Khan	2008	Pakistan	rozwój finansowy oddziałuje na wzrost gospodarczy poprzez wzrost inwestycji
Shabri	2008	Malezja	dodatni wpływ rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy poprzez zwiększenie mobilizacji kapitału w gospodarce

Zródło: Opracowanie własne na podst.: A. Acaravci, S.K. Acaravci, I. Ozturk, *Finance-Growth Nexus: Evidence from Turkey*, "International Research Journal of Finance and Economics", wol. 11, 2007, s. 31-42; M.A. Khan, *Financial Development and Economic Growth in Pakistan*, "South Asia Economic Journal", wol. 9, 2008, s. 375-391; M. Shabri, *Does financial development matter for economic growth in Malaysia?*, "Journal of Economic Cooperation", wol. 29, 2008, s. 61-82.

Wśród badań dotyczących poszczególnych państw BRIC (krótki opis wybranych w tabeli 2.10) najwięcej prac opublikowano dla Indii, co wynika z najdłuższej historii funkcjonowania rynku akcji w tym kraju i dostępności danych dla szerokiego przedziału czasu. Większość z nich ukazała się jednak pod koniec XX w., więc przed dynamicznym rozwojem tego kraju w pierwszej dekadzie nowego stulecia, stąd zaprezentowane zostaną stosunkowo nowe prace.

S. Guha Deb i J. Mukherjee<sup>331</sup> zbadali zależności przyczynowo-skutkowe między stopą wzrostu realnego PKB per capita i trzema wskaźnikami rozwoju rynku akcji: względną realną kapitalizacją, względnymi realnymi obrotami i odchyleniem standardowym cen akcji w ujęciu rocznym (miernik efektywności alokacji zasobów inwestycyjnych), badanie dotyczyło lat 1996-2007. Uzyskane wyniki świadczą o dwukierunkowej zależności między wzrostem gospodarczym a rozmiarem rynku akcji (zgodnie z teoriami wzajemnej zależności) oraz o pozytywnym wpływie płynności (zgodnie z teoriami podażowymi). Wątpliwości może budzić przyjęcie zmienności rynku akcji jako miary jego efektywności, tym bardziej, że autorzy nie podają żadnego uzasadnienia swojego wyboru.

Niemal równie długo jak w Indiach rynek akcji obecny jest w systemie gospodarczym Brazylii, jednak liczba prac poświęconych temu państwu jest dużo mniejsza. Badanie,

<sup>331</sup>S. Guha Deb, J. Mukherjee, *Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A Time Series Analysis for Indian Economy*, "International Research Journal of Finance and Economics", wol. 21, 2008, s. 142-150.



przeprowadzone przez N.F. Camposa, M. Karanasosa i J. Zhanga<sup>332</sup> jest znacząco odmienne od pozostałych opisywanych w tym rozdziale, ponieważ jego autorzy starali się ocenić główne czynniki rozwoju Brazylii (ze szczególnie rozbudowaną analizą wpływu sektora finansowego) w niezwykle długim okresie 1870-2003. W pierwszej części tego okresu w Brazylii nie działał rynek akcji, stąd wskaźniki rozwoju finansowego dla tego czasu obejmują jedynie sektor bankowy. Dla późniejszych okresów uwzględniono rozwój rynku akcji jako jeden z elementów rozwoju finansowego. W związku z szerokim analizowanym przedziałem czasu autorzy zdecydowali się na włączenie do badania dodatkowych zmiennych w celu usunięcia wpływu przejściowych zjawisk (np. kryzysów finansowych). Wyniki oszacowań potwierdzają wnioski z wcześniejszej pracy P. Stefani, tj. rozwój finansowy wpływał w długim okresie dodatnio na poziom i tempo wzrostu PKB. Z drugiej strony, są pewne dowody na to, że rozwój finansowy w Brazylii w postaci charakterystycznej dla przełomu XX i XXI w. (z rosnącym udziałem rynku akcji) oddziaływał negatywnie na sytuację gospodarczą kraju poprzez wzrost zagrożenia niestabilnością finansową.

L. Wang, S. Wang i J. Zhang<sup>333</sup> zbadali oddziaływanie rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy w Chinach dla okresu 2001-2006 (po akcesji do WTO), wykorzystując nie dane zagregowane, lecz na poziomie poszczególnych miast. Wyniki tego badania potwierdzają dodatni wpływ rozwoju finansowego, także przy uwzględnieniu innych czynników rozwoju gospodarczego, przy czym pozytywne oddziaływanie dotyczy zarówno wzrostu rozmiarów sektora finansowego, jak i efektywności jego działania. Autorzy sugerują, że uzyskane wyniki są dowodem na fałszywość pojawiającego się niekiedy stwierdzenia o negatywnym wpływie własności państwowej w sektorze finansowym (znaczącej w Chinach) na zdolność wypełniania przez niego swoich funkcji.

W piśmiennictwie ekonomicznym niemal brak prac dotyczących opisywanych oddziaływań dla Rosji. Rozważania dotyczące wpływu rozwoju rynku akcji na wzrost gospodarczy w Rosji pojawiają się w pracy R. Rapackiego<sup>334</sup>. Z przeprowadzonej przez autora analizy wynika, że przeciętnie w krajach transformacji z wyższą kapitalizacją wzrost gospodarczy był szybszy. Znaczącym wyjątkiem jest Rosja, gdzie mimo powstania i rozwoju rynku akcji, poziom PKB był w 2005 r. niższy o ok. 15% niż w 1989 r.<sup>335</sup> Trudno jednak

---

<sup>332</sup>N.F. Campos, M. Karanasos, J. Zhanga, *Finance, Volatility and Growth: Non-Linear Time-Series Evidence for Brazil since 1870*, Brunel University Press, London 2010.

<sup>333</sup>L. Wang, S. Wang, J. Zhang, *Financial development and economic growth: Recent evidence from China*, "Journal of Comparative Economics", vol. 40, 2012, s. 393-412.

<sup>334</sup>R. Rapacki, *Reformy instytucjonalne a zróżnicowanie ścieżek wzrostu gospodarczego w krajach transformacji w latach 1990-2005*, [w:] R. Rapacki (red.), op. cit., s. 221-224.

<sup>335</sup>Ibid., s. 223.

ocenić, na ile rzeczywiście spadek ten był spowodowany rozwojem rynku akcji, a na ile innymi czynnikami np. przemianami strukturalnymi gospodarki rosyjskiej. Ponadto, nie do końca właściwe w tej analizie wydaje się być ujmowanie poziomu PKB w stosunku do 1989 r., ponieważ rynek akcji w Rosji zaczął funkcjonować kilka lat później i dopiero od tego momentu należałoby rozważać jego wpływ na wzrost gospodarczy.

**Tabela 2.10. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/ryнку akcji na wzrost i rozwój gospodarczy dla krajów BRIC**

Autor/Autorzy	Rok	Kraj	Wnioski
Chakraborty	2008	Indie	rozmiary rynku akcji zależą w pewnym stopniu od tempa wzrostu gospodarki, w tym sektora przemysłowego i usług (efekty popytowe)
Guha Deb i Mukherjee	2008	Indie	wzajemna zależność między zwiększaniem się rozmiarów rynku akcji a tempem wzrostu PKB; płynność rynku akcji wpływa pozytywnie na tempo wzrostu PKB
Stefani	2007	Brazylia	rozwój finansowy ma dodatni wpływ na wzrost gospodarczy
Campos, Karanasos i Zhang	2010	Brazylia	w długim okresie rozwój finansowy wpływa pozytywnie na poziom i tempo wzrostu gospodarczego, ale w krótkim okresie może być czynnikiem destabilizującym
Jianhong i Shan	2006	Chiny	rozwój finansowy i gospodarczy są wzajemnie zależne
Wang, Wang i Zhang	2012	Chiny	rozwój finansowy jest jednym z czynników wzrostu gospodarczego
Thießen	2004	Rosja	przełamanie zacofania systemu finansowego powinno istotnie zwiększyć tempo wzrostu PKB
Rapacki	2008	Rosja	rozwój rynku akcji mógł wpłynąć niekorzystnie na poziom PKB

Źródło: Opracowanie własne na podst.: I. Chakraborty, *Does Financial Development Cause Economic Growth? The Case of India*, "South Asia Economic Journal", wol. 9, 2008, s. 109-139; S. Guha Deb, J. Mukherjee, op. cit., s. 142-150; P. Stefani, *Financial Development and Economic Growth in Brazil: 1986-2006*, "Economics Bulletin", wol. 3, nr 69, s. 1-13; N.F. Campos, M. Karanasos, J. Zhanga, op. cit.; Q. Jianhong, J. Shan, *Does Financial Development 'Lead' Economic Growth? The Case of China*, „Annals of Economics and Finance”, wol. 1, 2006, s. 197-216; L. Wang, S. Wang, J. Zhang, op. cit., s. 393-412; U. Thießen, *Financial System Development, Regulation and Economic Growth: Evidence from Russia*, "Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung Diskussionspapiere", nr 400, 2004, s. 1-45; R. Rapacki, *Reformy instytucjonalne a różnicowanie ścieżek wzrostu gospodarczego w krajach transformacji w latach 1990-2005*, op. cit., s. 221-224.

## Rozdział 3

# Kraje BRIC w światowym systemie gospodarczym

Od chwili ukazania się w 2001 r.<sup>336</sup> pierwszej publikacji, której autorzy opisali koncepcję BRIC, wielu ekonomistów przedstawia własne szacunki dotyczące perspektyw rozwoju tej grupy państw. Mimo różnic w zakresie szczegółowych prognoz ich autorzy niemal powszechnie podkreślają dynamiczny wzrost znaczenia państw BRIC, nie tylko w światowej gospodarce, lecz również w globalnym układzie powiązań politycznych. Wyniki osiągnięte przez te gospodarki potwierdzają słuszność przewidywań – jeszcze w 2000 r. ich udział w światowym PKB według PPP wynosił niecałe 8%, a w 2011 r. ponad 20% (wkład samych Chin to ok. 12%); udział w PKB liczonym bez uwzględniania PPP był niższy, ale dynamika zmian zbliżona<sup>337</sup>. Realna średnia roczna stopa wzrostu PKB w latach 2000-2010 wyniosła ok. 8%, mimo kryzysów na rynkach finansowych w 2001 i 2008 r. O tym, jak duża jest rola BRIC, może też świadczyć fakt, że kraje grupy wygenerowały 36,3% wzrostu PŚB według PPP w tym okresie. Jeden z autorów pojęcia BRIC, Jim O’Neill, stwierdził, że tak wysokie tempo wzrostu tych czterech krajów oznacza, że wytworzyły one w ciągu ostatnich dziesięciu lat PKB równe sześciu lub siedmiu gospodarkom Wielkiej Brytanii albo jednej amerykańskiej<sup>338</sup>. Kraje BRIC dysponują także ogromnym potencjałem ludzkim i terytorium. Według danych za lipiec 2013 r. mieszkało w nich ponad 41% ludności świata; łączna powierzchnia to 38,5 mln km<sup>2</sup>, co stanowi niecałe 26% powierzchni lądu na Ziemi<sup>339</sup>.

Przedstawione powyżej dane potwierdzają, że kraje BRIC są już w tej chwili światową potęgą gospodarczą, z nadal dużymi perspektywami rozwoju. Co więcej, choć przez wiele lat KWR ograniczały ich wpływ na tworzenie i wdrażanie polityki gospodarczej w skali globalnej, to w wyniku światowego kryzysu finansowego 2008 r. utrzymanie takiego stanu rzeczy okazało się niemożliwe. Obecnie państwa grupy nie tylko uzyskały większy wpływ m.in. na funkcjonowanie międzynarodowych organizacji gospodarczych (np. MFW<sup>340</sup>), ale też zacieśniają współpracę we własnym gronie np. poprzez ustalanie wspólnego stanowiska i

---

<sup>336</sup>J. O’Neill, op. cit., s. 2-15.

<sup>337</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

<sup>338</sup>J. O’Neill, *BRIC napędza gospodarkę świata*, „Rzeczpospolita”, 9.12.2011, s. B10.

<sup>339</sup>www.cia.gov, data dostępu: 26.09.2013.

<sup>340</sup>S. Richter, *Cicha rewolucja w MFW*, „Rzeczpospolita”, 10.10.2012, s. B8.

sposobu działania w sprawach gospodarczych i politycznych, czego skutkiem jest wzrost ich siły przetargowej w stosunkach z innymi krajami.

W tej części pracy opisane zostaną najważniejsze informacje dotyczące sytuacji gospodarczo-społecznej krajów BRIC, w tym przeprowadzane reformy, wybrane wskaźniki ekonomiczne, kluczowe czynniki oraz bariery wzrostu i rozwoju (wpływ sektora finansowego i rynku akcji zostanie przeanalizowany szerzej w rozdziale czwartym), a także najważniejsze problemy gospodarcze i społeczne.

### 3.1. Brazylia

Zrozumienie obecnego położenia gospodarczego Brazylii i jej podstawowych problemów jest niemożliwe bez prześledzenia zmian, które zachodziły w tym państwie w trakcie ostatnich dwustu lat. Brazylia należała w XIX i XX w. do jednego z najmniej stabilnych gospodarczo (w dużym stopniu także politycznie) państw świata, kraj przechodził przez kolejne bańki spekulacyjne i następujące po nich załamania gospodarki. Odzwierciedleniem powszechnej oceny niewykorzystywania przez ten kraj swoich możliwości stało się popularne w środowisku ekonomistów powiedzenie: „Brazylia jest krajem przyszłości i zawsze nim będzie”<sup>341</sup>.

Po II wojnie światowej w Brazylii przez ponad 30 lat prowadzono politykę interwencjonizmu, mającą na celu rozwój sektora przemysłowego (w tym substytucję importu)<sup>342</sup>. W latach 70. XX w. Brazylia została silnie dotknięta pierwszym światowym kryzysem energetycznym. Mimo modyfikacji polityki protekcyjnej (w kierunku proeksportowym) do zrównoważenia bilansu płatniczego niezbędny stał się wzrost zadłużenia zagranicznego. Drugi kryzys energetyczny spowodował, że oprocentowanie zaciągniętych kredytów wyraźnie wzrosło. W wyniku dewaluacji waluty w latach 80. XX w. stopa inflacji zaczęła gwałtownie rosnąć, aż przekształciła się w hiperinflację – w szczytowym 1990 r. wyniosła nieco poniżej 3000% w skali roku<sup>343</sup>. Najistotniejszą przeszkodą w obniżaniu inflacji były wysokie deficyty budżetowe, będące stałą cechą polityki gospodarczej kolejnych rządów<sup>344</sup>.

---

<sup>341</sup>J. Roberts, M. Schreiber, D. Scissors, *Brazil: Restoring Economic Growth Through Economic Freedom*, “Special report from the Centre for International Trade and Economics”, nr 118, September 2012, s. 2.

<sup>342</sup>R. Piasecki, *Brazylia*, [w:] W. Małecki, R. Piasecki, A. Sławiński, U. Żuławska (red.), op. cit., s. 157.

<sup>343</sup>M. Wróblewski, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy wobec kryzysów walutowych*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2009, s. 156 – 157.

<sup>344</sup>Prawdopodobnie najbardziej znanym przykładem takiej polityki jest budowa nowej stolicy, Brasílii, przeprowadzona bez planu finansowego przedsięwzięcia. Zob. R. Piasecki, op. cit., s. 159.

Przełomem w walce z hiperinflacją i recesją były działania podjęte przez F.H. Cardoso. Od 1994 r. za pomocą dekretów prezydenckich wdrażał Plan Real (port. Plano Real), który obejmował m.in. wprowadzenie nowej waluty (reala brazylijskiego), usztywnienie jej kursu, uporządkowanie finansów publicznych, likwidację barier handlowych na rynku wewnętrznym i zewnętrznym oraz ułatwienie dostępu dla inwestorów zagranicznych<sup>345</sup>.

Skutki kryzysu walutowego w 1999 r. (będącego konsekwencją kryzysu rosyjskiego) były w Brazylii mniej dotkliwe niż np. w krajach azjatyckich. Kolejny prezydent, L.I.L. da Silva, podczas swojej pierwszej kadencji kontynuował reformy swojego poprzednika. Tempo wzrostu PKB wyraźnie się zwiększyło w stosunku do lat poprzednich; było to spowodowane również korzystną sytuacją na światowych rynkach surowców i osiągnięciem nadwyżki handlowej<sup>346</sup>. Następczyni L.I.L. da Silvy, D. Rousseff, prowadzi w relatywnie ograniczonym stopniu działania w celu zmniejszenia wciąż wysokiej inflacji przede wszystkim poprzez ograniczenie wydatków socjalnych (1/3 całości wydatków budżetowych) oraz kontynuuje proces prywatyzacji w różnych formach<sup>347</sup>. Przejawem połączenia elementów liberalnych i etatystycznych w polityce D. Rousseff jest ogłoszony w sierpniu 2012 r. Wielki Plan Brazylijski (port. Plano Brasil Maior), który obok obniżki obciążeń płacowych dla określonych branż obejmuje znaczące utrudnienie importu niektórych towarów przy jednoczesnych dotacjach do eksportu innych<sup>348</sup>. Należy podkreślić, że mimo upływu lat i zmian władz nadal nierozwiązane pozostają problemy niesprawnego rynku pracy (brazylijskie prawo pracy w dużej części składa się z przepisów z lat 40. XX w. opartych na wzorach z faszystowskich Włoch) oraz skomplikowanego i nieefektywnego systemu podatkowego (jedna z przyczyn trudności w bilansowaniu budżetu)<sup>349</sup>.

Pod względem liczby ludności Brazylia zajmowała w 2011 r. 5. miejsce na świecie (niecałe 200 mln mieszkańców); takie same miejsce zajęła pod względem powierzchni lądowej (8,36 mln km<sup>2</sup>)<sup>350</sup>. Brazylia jest państwem demokratycznym z silną rolą prezydenta w sprawowaniu władzy; w ostatnich latach brak większych zaburzeń w systemie politycznym. Mimo wysokiego w stosunku do innych KSR poziomu praworządności nadal poważnym

---

<sup>345</sup>Ibid., s. 161-162.

<sup>346</sup>F. de Carvalho, F. de Souza, *Brazil in the 2000s: Financial regulation and macroeconomic stability*, Universidade Federal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro 2011, s. 8-10.

<sup>347</sup>*Brazil: Economic Outlook*, "BBVA Research", nr 3, 2011, s. 5.

<sup>348</sup>A. Mourougane, *Refining Macroeconomic Policies to Sustain Growth in Brazil*, "OECD Economics Department Working Papers", nr 899, 2011, s. 15.

<sup>349</sup>J. Roberts, M. Schreiber, D. Scissors, op. cit., s. 8-10.

<sup>350</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

problemem pozostaje korupcja, sięgająca nawet najwyższych szczebli władzy<sup>351</sup> oraz niesprawny system sądownictwa – postępowania trwają wiele lat, a na sądy wywierana jest presja przez polityków i duże przedsiębiorstwa<sup>352</sup>.

Brazylia należy do największych gospodarek świata. Na podstawie danych za 2011 r. (tabela 3.1) zajmowała 8. miejsce pod względem PKB obliczonego zgodnie z PPP (nieco poniżej 2,3 bln USD) oraz 6. miejsce, gdy pod uwagę brane jest nominalne PKB (2,48 bln USD). Świadczy to przewartościowaniu waluty brazylijskiej, które zdaniem części polityków z tego kraju jest jedną z głównych barier dalszego wzrostu<sup>353</sup>. Pod względem poziomu PKB w przeliczeniu na 1 mieszkańca Brazylia znajduje się w dużo niższej części listy najbardziej zaawansowanych gospodarczo krajów świata – PKB per capita zgodnie z PPP wyniosło w 2012 r. 12,1 tys. USD (ok. 55% wartości dla Polski), czyli na początku drugiej setki, tuż za Serbią, ale przed m.in. Albanią, Ukrainą, RPA, Peru i Chinami.

**Tabela 3.1. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Brazylii**

Wskaźnik	Wartość	Rok/okres
PKB według PPP	2,30 biliona USD	2011
PKB nominalne	2,48 biliona USD	2011
PKB per capita według PPP	12100 USD	2012
średnia roczna stopa wzrostu	2,47%	2000-2011
eksport dóbr i usług	294,5 mld USD	2011
import dóbr i usług	312,6 mld USD	2011
saldo bilansu obrotów bieżących	-52,61 mld USD	2011
dług publiczny	52,8% PKB	2011
zadłużenie zagraniczne	16,6% PNB	2011

Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

W 2011 r. w Brazylii najwięcej wartości dodanej wytworzono w sektorze usług – 67,01%, następnie w przemyśle – 27,53%, a za 5,46% odpowiadało rolnictwo<sup>354</sup>. W ciągu ostatnich kilkunastu lat proporcje te nie ulegały większym zmianom. Zestawiając je z statystykami dotyczącymi zatrudnienia w poszczególnych sektorach można zauważyć wyraźną nadwyżkę pracowników w rolnictwie (17% całości), co jest charakterystyczne dla

<sup>351</sup>W 2012 r. rozpoczął się proces 36 polityków (m.in. ministrów i posłów) i przedsiębiorców zamieszanych w aferę korupcyjną związaną z Partią Robotniczą L.I.L. da Silvy i D. Rouseff, polegającą na nielegalnym przekazywaniu środków państwowych posłom spoza partii w celu utrzymania większości w parlamencie. Zob. W. Klewec, *Ludzie Luli płacą za korupcję*, „Rzeczpospolita”, 4.09.2012, s. A10.

<sup>352</sup>J. Roberts, M. Schreiber, D. Scissors, op. cit., s. 5-6.

<sup>353</sup>R. Barley, *G7 zagubiona we mgłę wojny walutowej*, „Rzeczpospolita”, 14.02.2013, s. B12.

<sup>354</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

gospodarek KSR. Mimo przerostu zatrudnienia brazylijskie gospodarstwa rolne należą jednak do wysoko produktywnych<sup>355</sup>. Władze brazylijskie wspierają przede wszystkim rozwój przemysłu, w tym branży budowlanej. Inne istotne branże to motoryzacja (Brazylia była w 2011 r. 5. największym producentem samochodów na świecie) i wydobywanie surowców<sup>356</sup>.

W stosunku do końcówki XX w. w ostatnich latach sytuacja Brazylii w handlu zagranicznym znacząco się poprawiła. Jeszcze w 1999 r. saldo rachunku bilansu obrotów bieżących wynosiło -4,2% PKB, w 2003 r. po raz pierwszy od ponad 10 lat było dodatnie, a już w 2004 r. osiągnęło poziom 1,76%; Brazylia odnotowywała nadwyżkę handlową do 2007 r., kiedy to ponownie pojawiły się problemy (choć zdecydowanie mniejsze niż wcześniej). Biorąc pod uwagę łączną wartość obrotów handlowych najważniejszymi grupami partnerów handlowych Brazylii są Unia Europejska (20,9% obrotów), pozostałe kraje BRIC (19,6%), kraje Ameryki Łacińskiej (18,2%) i NAFTA (16,1%, przy czym Meksyk znajduje się w obu tych grupach)<sup>357</sup>.

Popyt z Chin, będących poza UE najważniejszym partnerem handlowym Brazylii, ma silny wpływ na strukturę eksportu tego kraju. Szybki rozwój Chin i związane z nim rosnące zapotrzebowanie na surowce spowodowało, że mają one coraz wyższy udział w wywozie z Brazylii, spada zaś znaczenie artykułów przemysłowych. Szczególnie ważną pozycję zajmuje ropa naftowa – Brazylia należy już obecnie do jednego z największych producentów ropy naftowej na świecie, a odkryte kilka lat temu złoża zwiększyły dwukrotnie poziom oficjalnych rezerw; niemal cały sektor naftowy jest zdominowany przez kontrolowany przez państwo największy brazylijski koncern Petrobras<sup>358</sup>. Dynamicznie rozwijające się wydobywanie ropy naftowej i innych surowców sprawia, że część ekonomistów twierdzi, że Brazylii grozi „choroba holenderska”, jednak obecnie brak na to dostatecznych dowodów<sup>359</sup>. Mimo wysokiego udziału żywności i surowców w eksporcie podatność Brazylii na zmiany cen na rynkach światowych jest stosunkowo niewielka, co wynika z jednego z najwyższych na świecie stopni zróżnicowania sprzedawanych towarów (w przeciwieństwie do np. krajów eksportujących ropę naftową i gaz ziemny) i dużej grupy odbiorców<sup>360</sup>. Ponadto, jedynie niewielki odsetek wpływów do budżetu zależy bezpośrednio od eksportu surowców (jednak większy, zwłaszcza w budżetach samorządów, zależy od opłat od wydobywania).

---

<sup>355</sup>*The Brazil backlash*, „The Economist”, May 19<sup>th</sup> 2012.

<sup>356</sup>A. Clemente, R. Espejo, M. Taffarel, *The Brazilian Stock Market – Dimension, Structure and Main Features*, [w:] C.-H. Quah, O.L. Dar (red.), *Business Dynamics in the 21<sup>st</sup> Century*, InTech, Rijeka 2012, s. 224.

<sup>357</sup>*Ibid.*

<sup>358</sup>A. Mourougane, op. cit., s. 9.

<sup>359</sup>M. Jaeger, *Brazil: Fair economic prospects*, „DB Research Brief”, 26.10.2012, s. 4.

<sup>360</sup>*Ibid.*

Brazylia poczyniła widoczne postępy w redukcji długu publicznego, jak również zadłużenia zagranicznego. Wydatki rządowe są jednak wciąż wysokie, zbliżone do 40% PKB i składają się przede wszystkim z świadczeń społecznych, kosztów obsługi długu, subwencji dla władz lokalnych oraz kosztów funkcjonowania aparatu biurokratycznego (poza obsługą długu 70% pozostałych wydatków stanowią emerytury i świadczenia socjalne)<sup>361</sup>. Wysokie wydatki na wypłatę emerytur związane są z cechami charakterystycznymi brazylijskiego systemu emerytalnego, jednego z najbardziej rozbudowanych na świecie (zwłaszcza w stosunku do standardów KSR) zapewniającego przeciętne świadczenia w wysokości 75% dochodów przedemerytalnych, z wiekiem emerytalnym 60 lat dla rolników i 65 dla ludności ubogiej<sup>362</sup>

**Tabela 3.2. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Brazylii (dane za 2011 r.)**

Wskaźnik	Wartość
Human Development Index	0,718
PNB per capita według PPP	10162 USD
średnia długość życia w latach	73,5
średni czas trwania edukacji w latach	7,2
oczekiwany czas trwania edukacji w latach	13,8

Źródło: Opracowanie własne na podst. *Human Development Report 2011*, op. cit.

Według danych za 2011 r. (przedstawionych w tabeli 3.2) wartość wskaźnika HDI dla Brazylii wynosiła 0,718, co oznacza 84. miejsce na świecie i kategorię wysokiego rozwoju ludzkiego zgodnie z klasyfikacją UNDP. W rozbiciu na poszczególne indeksy cząstkowe HDI Brazylia zdecydowanie najwyższy poziom rozwoju osiągnęła w wymiarze zdrowotnego aspektu życia mieszkańców (średnia oczekiwana długość życia w momencie narodzin wynosiła w 2011 r. 73,5 lat). Indeksy edukacji i ekonomicznego standardu życia były na zbliżonym poziomie ok. 0,66. Stopa analfabetyzmu była wysoka (10%), nieco powyżej średniej dla krajów o średnim poziomie rozwoju ludzkiego.

Wyniki analizy poziomu rozwoju byłyby jednak niepełne bez uwzględnienia różnic w podziale dochodów, które w Brazylii są jedne z najwyższych na świecie (bywają wręcz

<sup>361</sup> Jedną z najpoważniejszych barier rozwojowych Brazylii jest zły stan infrastruktury (przede wszystkim lądowej). W związku z koniecznością finansowania świadczeń socjalnych i brakiem wystarczających środków rząd brazylijski zdecydował o zwiększeniu zaangażowania sektora prywatnego poprzez system koncesji (wartych ok. 200 mld zł w ciągu 25 lat) i przekazaniu zarządzania częścią dróg i linii kolejowych prywatnym przedsiębiorstwom. Zob. W. Klewicz, *Brazylia szuka swojej drogi*, „Rzeczpospolita”, 27.08.2012, s. A8.

<sup>362</sup> Średni rzeczywisty wiek przejścia na emeryturę w sektorze prywatnym to 54 dla mężczyzn i 52 dla kobiet. Zob. J. Roberts, M. Schreiber, D. Scissors, op. cit., s. 7.



określane jako „ekstremalne”<sup>363</sup>. Jedną z najczęściej stosowanych miar nierówności w podziale dochodu, współczynnik Giniego, wyniosła 0,54 i według danych z 2011 r. była najwyższa na świecie (w latach wcześniejszych również znajdowała się w czołówce zestawienia)<sup>364</sup>. Dane te są jednym z dowodów na to, że Brazylia nadal nie może być w pełni zaliczona do gospodarek wyżej rozwiniętych – mimo widocznej poprawy w pewnych sferach, w innych stopień zacofania jest wciąż wysoki.

## 3.2. Rosja

Pozycja gospodarki rosyjskiej wśród pozostałych krajów BRIC jest dość specyficzna, co wynika z wielu powodów m.in. transformacji systemowej rozpoczętej w latach 90. XX w., relatywnie wysokiego poziomu PKB per capita oraz wciąż znaczącej (choć mniejszej niż w przeszłości) roli w światowej polityce, podczas gdy inne kraje grupy dopiero od niedawna zaczynają być traktowane jako potęgi polityczne (Chiny) lub niewidoczne są przejawy takich dążeń (przede wszystkim Indie, w skali globalnej też Brazylia). W związku tym, że obecny system gospodarczy różni się istotnie (choć nie we wszystkich aspektach) od tego z czasów ZSRR, w tej części pracy przedstawione zostaną najważniejsze przemiany gospodarcze z końca XX w. i początku XXI w.

Po likwidacji ZSRR i utworzeniu Federacji Rosyjskiej<sup>365</sup> rozpoczęto wdrażanie reform mających dokonać transformacji gospodarki centralnie planowanej w rynkową. Obejmowały one m.in. zniesienie kontroli cen i liberalizację handlu, reformę polityki monetarnej i rozpoczęcie procesu prywatyzacji<sup>366</sup>. Mimo przyjętych założeń reform gospodarczych władze rosyjskie miały problemy z ich realizacją. Co więcej, do 1996 r. Rosja odnotowywała stale ujemną dynamikę PKB (najwyższy spadek w 1992 r. wyniósł 14,5% w skali roku) oraz bardzo wysoką stopę inflacji<sup>367</sup>.

Ożywienie gospodarcze, które rozpoczęło się w 1996 r., trwało w Rosji zaledwie kilkanaście miesięcy i zakończyło się w wyniku wybuchu kryzysu rosyjskiego w 1998 r. Przyczyn kryzysu należy szukać w splotcie wydarzeń na światowych rynkach finansowych (fala kryzysów walutowych w Azji Południowej i Wschodniej) oraz niedokończonych

---

<sup>363</sup>M. Wróblewski, op. cit., s. 163.

<sup>364</sup>*Human Development Report 2011*, op. cit.

<sup>365</sup>W dalszej części pracy wykorzystywana będzie wyłącznie nazwa „Rosja”.

<sup>366</sup>B. Durka, *Budowa gospodarki rynkowej w Rosji – rezultaty i perspektywy*, [w:] S. Bieleń, A. Skrzypek (red.), *Rosja: Refleksje o transformacji*, Oficyna Wydawnicza ASPRA-JR, Warszawa 2010, s. 100-101.

<sup>367</sup>*Ibid.*, s. 105.

reformach wewnętrznych<sup>368</sup>. Innym powodem wybuchu kryzysu było tworzenie grup kapitałowych łączących banki i przedsiębiorstwa, w których decyzje kredytowe zostały powiązane z interesem kontrolowanych przedsiębiorstw, nie były zaś podejmowane na podstawie oceny rzeczywistego ryzyka kredytowego<sup>369</sup>.

Bezpośrednimi skutkami kryzysu był upadek licznych banków rosyjskich w momencie zawieszenia spłacania długów przez władze i upłynnienia kursu w sierpniu 1998 r. Doszło również do załamania kursów papierów wartościowych i znaczącego spadku dynamiki gospodarczej. Jednak po krótkim okresie recesyjnym Rosja ponownie zaczęła się rozwijać – rząd rosyjski podjął działania stabilizujące gospodarkę (zrównoważenie budżetu, ograniczenie inflacji) oraz na szerszą skalę przeprowadzał reformy rynkowe. Do poprawy położenia Rosji przyczyniła się dodatkowo korzystna koniunktura na rynku ropy naftowej (ponad dwukrotny wzrost cen w 1999 r.)<sup>370</sup>.

Reformy z końca lat 90. XX w. były kontynuowane po objęciu władzy przez W. Putina, głównie w ramach programu rozwoju Rosji na lata 2000-2010. W planie tym jako kluczowe ogniwo potraktowano stworzenie odpowiedniego otoczenia instytucjonalnego i prawnego działalności gospodarczej. Do pewnego stopnia zamierzenia zostały zrealizowane (m.in. w obszarze rynków kapitałowych opisanych w dalszej części rozdziału), jednak nadal jednym z najistotniejszych problemów pozostaje wysoka korupcja i niski stopień wykrywalności przestępczości gospodarczej (wynikający z słabości sądownictwa) – niektórzy ekonomiści określają wręcz Rosję jako kraj z wszechobecną „ekonomiką szwindlu”<sup>371</sup>. W pewnym stopniu skutkiem wprowadzanych zmian było przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego i korzystna sytuacja gospodarcza Rosji w latach 2002-2008. Jednak należy podkreślić, że jeszcze istotniejszym dodatnim bodźcem były wysokie ceny surowców – dowodem na wysoki stopień uzależnienia od eksportu surowców było załamanie gospodarcze wskutek wybuchu światowego kryzysu finansowego pod koniec 2008 r. Korzystnie na stan

---

<sup>368</sup>A. Sławiński, *Rosja*, [w:] W. Małecki, R. Piasecki, A. Sławiński, U. Żuławska (red.), op. cit., s. 153-155.

<sup>369</sup>Interesującą analizę przyczyn kryzysu rosyjskiego, opartą m.in. na strategii W. Czernomyrdina (premiera Rosji w 1998 r.), zamieściła w swojej książce J. Staniszkis. Jej zdaniem podstawowym powodem narastania i wybuchu kryzysu była dualność gospodarki rosyjskiej, w ramach której działały dwa całkowicie odmienne rynki: quasi-naturalny oparty na barterze w sferze produkcyjnej oraz oligarchiczny, w wysokim stopniu zintegrowany z światowymi rynkami finansowymi. W wyniku ich gwałtownego połączenia w trakcie reform gospodarczych (m.in. poprzez wspomniane już tworzenie grup kapitałowych) oraz ujawnienia rzeczywistej, w wielu przypadkach bardzo złej, sytuacji finansowej sprywatyzowanych przedsiębiorstw doszło do załamania gospodarki. Zob. J. Staniszkis, *Antropologia władzy*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2009, s. 162-168.

<sup>370</sup>B. Durka, op. cit., s. 110.

<sup>371</sup>M.W. Solarz, *Północ-Południe: Krytyczna analiza podziału świata na kraje wysoko i słabo rozwinięte*, Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2009, s. 134.

gospodarki rosyjskiej w kolejnych latach może wpłynąć przystąpienie (po wielu latach negocjacji) do WTO.

Chociaż pozycja Rosji w globalnym systemie politycznym i gospodarczym nie jest już tak silna jak za czasów ZSRR, kraj ten nadal znajduje się w czołówce większości zestawień największych państw świata. Rosja zajmuje pierwsze miejsce pod względem powierzchni (ok. 17,1 mln km<sup>2</sup>) oraz 9. pod względem liczby mieszkańców<sup>372</sup>. Najważniejsze wskaźniki makroekonomiczne zostały zamieszczone w tabeli 3.3.

**Tabela 3.3. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Rosji**

Wskaźnik	Wartość	Rok/okres
PKB według PPP	3,13 bln USD	2011
PKB nominalne	1,86 bln USD	2011
PKB per capita według PPP	21921 USD	2011
średnia roczna stopa wzrostu	5,15%	2000-2011
eksport dóbr i usług	576,9 mld USD	2011
import dóbr i usług	414,1 mld USD	2011
saldo bilansu obrotów bieżących	98,8 mld USD	2011
dług publiczny	9,5% PKB	2011
zadłużenie zagraniczne	31,1% PNB	2011

Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Rosyjska gospodarka jest szóstą na liście największych, jeżeli pod uwagę brane będzie PKB według PPP. Oznacza to, że jest mniejsza niż gospodarki dwóch innych krajów BRIC, Chin i Indii, lecz większa od Brazylii. Analizując dane o PKB nominalnym można zauważyć niższą pozycję Rosji – w takim ujęciu znajduje się niżej niż trzy pozostałe kraje BRIC (na 10. miejscu). Rosja zajmuje zaś zdecydowanie najlepsze miejsce wśród krajów tej grupy pod względem poziomu PKB per capita obliczonego zgodnie z PPP, które wyniosło w 2011 r. niecałe 22 tys. USD i było wyższe niż w mniej zaawansowanych gospodarczo krajach UE, jednak omówione wcześniej problemy polityczne oraz przedstawiona w dalszej części rozdziału struktura gospodarki świadczą o większym podobieństwie do cech typowego KSR.

W rozbiciu na sektory w 2011 r. najważniejszą kategorią pod względem wartości dodanej były w Rosji usługi (59% PKB), następnie przemysł (37%) i rolnictwo (4%)<sup>373</sup>. W ciągu ostatnich kilkunastu lat struktura wytwarzania PKB w Rosji nie ulegała większym zmianom, w przeciwieństwie do lat 90. XX w., kiedy dotychczas dominujący przemysł był

<sup>372</sup> www.cia.gov, data dostępu: 30.09.2013.

<sup>373</sup> *World Development Indicators 2012*, op. cit.

stopniowo zastępowany przez usługi – było to spowodowane zamykaniem części zakładów produkcyjnych, które nie były w stanie konkurować w zmienionych warunkach. Struktura zatrudnienia wskazuje na relatywny przerost zatrudnienia w sektorze rolnym (10% wszystkich pracujących) względem przemysłu (28%); zatrudnienie w usługach zbliżone jest do udziału tego sektora w PKB (62%).

Niezwykle ważna w ocenie sytuacji gospodarczej Rosji jest pozycja tego państwa w handlu międzynarodowym. Saldo bilansu obrotów bieżących było w 2011 r. dodatnie i wyniosło 98,8 mld USD (zob. tabela 3.3), tj. 5,3% PKB, przy czym samo saldo obrotów towarowych było o niemal 100 mld USD wyższe (198,1 mld USD)<sup>374</sup>. Nadwyżki w handlu zagranicznym wynikały przede wszystkim z eksportu surowców, zwłaszcza ropy naftowej (i w nieco mniejszym stopniu gazu ziemnego). Napływ środków ze sprzedaży surowców umożliwia Rosji osiągnięcie nadwyżek budżetowych<sup>375</sup> i utrzymywanie bardzo niskiego poziomu długu publicznego (jedynie 9,5% PKB w 2011 r.); część przychodów trafia od 2004 r. do funduszu stabilizacyjnego (obecnie podzielonego na dwie części)<sup>376</sup>.

Wysoki stopień uzależnienia gospodarki od eksportu ropy naftowej potwierdzają m.in. dane o saldzie obrotów bieżących i kapitałowych (łącznie) – poza wysokim dodatnim saldem obrotów towarowych w pozostałych pozycjach bilansu widoczne są ujemne wskaźniki w zakresie przepływów kapitałowych (w 2011 r. odpływ netto kapitału prywatnego wyniósł 84,2 mld USD)<sup>377</sup>. Wysoki odpływ kapitału wynikał zarówno z przyczyn zewnętrznych (odwrót inwestorów od uważanego za mało bezpieczny rynku rosyjskiego), jak i wewnętrznych, związanych z pogorszeniem warunków inwestycyjnych. Chociaż, jak już wcześniej zaznaczono, sytuacja budżetowa Rosji jest w ujęciu czysto finansowym korzystna (nadwyżka), to na podstawie bardziej szczegółowej analizy stanu finansów publicznych należy stwierdzić, że została ona osiągnięta niemal wyłącznie wskutek rosnących wpływów z eksportu ropy naftowej (w 2011 r. stanowiły 50% przychodów na szczeblu federalnym wobec 40% w 2009 r.)<sup>378</sup>. Należy również zauważyć, że wydatki budżetowe mają w niewielkim

---

<sup>374</sup> *Russia Economic Report: Moderating Risks, Bolstering Growth*, The World Bank in Russia, April 2012, s. 10.

<sup>375</sup> Według danych za 2012 r. Rosja odnotowała minimalny deficyt budżetowy. Zob. [www.cia.gov](http://www.cia.gov), data dostępu: 26.09.2013.

<sup>376</sup> [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru), data dostępu: 6.05.2013 r.; *BRICs and beyond*, Goldman Sachs, 2007, s. 34.

<sup>377</sup> *Russia Economic Report: Moderating Risks, Bolstering Growth*, op. cit., s. 11.

<sup>378</sup> Przedstawiona powyżej rola ropy naftowej w gospodarce rosyjskiej, widoczna również w procesach zachodzących w systemie politycznym, sprawia, że kraj ten określa się niekiedy jako „kraj naftowy” (wskazując na podobieństwo do KSR, których gospodarki oparte są na eksporcie tego surowca), politykę władz rosyjskich jako prowadzącą do „saudyzacji Rosji” i osłabienia zewnętrznego i wewnętrznego kraju (wyczerpywanie się zasobów i nieodwracalna degradacja ekonomiczna). Nawet niektórzy badacze rosyjscy podzielają takie opinie, stwierdzając, że Rosja staje się powoli zaledwie „surowcową przybudówką krajów rozwiniętych” (określenie L. Szewcowej). Zob. M.W. Solarz, op. cit., s. 135-136.

stopniu charakter pro wzrostowy – najważniejszymi wartościowo pozycjami są dotacje dla władz regionalnych, wydatki socjalne i wojskowe.

**Tabela 3.4. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Rosji (dane za 2011 r.)**

Wskaźnik	Wartość
Human Development Index	0,755
PNB per capita według PPP	14561 USD
średnia długość życia w latach	68,8
średni czas trwania edukacji w latach	9,8
oczekiwany czas trwania edukacji w latach	14,1

Źródło: Opracowanie własne na podst. *Human Development Report 2011*, op. cit.

Podobnie jak pod względem poziomu PKB per capita również wskaźniki rozwoju gospodarczo-społecznego (HDI i powiązane) wskazują na wyższy stopień zaawansowania Rosji w stosunku do pozostałych krajów BRIC (zob. tabela 3.4). Rosja zajmowała w 2011 r. 66. miejsce w rankingu HDI i znajdowała się w kategorii państw o wysokim poziomie rozwoju ludzkiego (klasyfikacja UNDP), tak jak Brazylia, która jednak była na niższej pozycji. Skalę dysproporcji w podziale dochodów ukazuje współczynnik Giniego wynoszący 0,42 – zestawiając te dane z wartościami dla pozostałych krajów BRIC należy stwierdzić, że ich poziom jest najwyższy poza Brazylią, jednak jedynie nieznacznie wyższy niż w Chinach<sup>379</sup>. Również porównanie z innymi krajami zaliczanymi do wspomnianej kategorii wysokiego poziomu rozwoju pozwala określić poziom nierówności jako wysoki w porównaniu z KWR, ale stosunkowo niski na tle większości KSR.

Pod względem wskaźników cząstkowych HDI Rosja zajmuje najwyższe pozycje w wymiarze edukacji (wysoki średni i oczekiwany czas pobierania nauki; zerowa stopa analfabetyzmu według oficjalnych szacunków oraz ponad 90% ludności z co najmniej średnim wykształceniem) oraz ekonomicznym (poziom PNB per capita)<sup>380</sup>. Najistotniejszym problemem społeczno-gospodarczym Rosji, widocznym w danych dotyczących wskaźników rozwoju, wydają się być tendencje demograficzne i stan życia ludności. Średnia długość życia wynosi 68,8 roku, wśród krajów BRIC jedynie dla Indii odnotowano mniejszą wartość tego wskaźnika. Poza niską przeciętną długością życia równie ważną kwestią jest stopa przyrostu naturalnego, która przez kilkanaście lat była ujemna (według przybliżonych szacunków Rosja traciła w pierwszej dekadzie XXI w. milion ludzi rocznie<sup>381</sup>); dopiero w latach 2010 i 2011 jej

<sup>379</sup> *Human Development Report 2011*, op. cit.

<sup>380</sup> *Ibid.*

<sup>381</sup> A. Skrzypek, *Perspektywy rozwoju Federacji Rosyjskiej do roku 2025*, [w:] S. Bielen, A. Skrzypek (red.), op. cit., s. 268.

wartość była nieznacznie dodatnia, co wynikało częściowo z odwrócenia trendów migracyjnych<sup>382</sup>.

### 3.3. Indie

Indie nie po raz pierwszy w historii zajmują istotne miejsce w globalnej gospodarce. Przed rewolucją przemysłową (na podstawie szacunkowych danych) wytwarzały znaczący odsetek światowego PKB – w 1750 r. wyższy niż cała Europa (ok. 25%)<sup>383</sup>. W kolejnych dziesięcioleciach różnice zaczęły szybko narastać i w 1900 r.<sup>384</sup> wytwarzały zaledwie 1,7% światowej produkcji, a PKB per capita było stukrotnie niższe niż w najbogatszej wówczas Wielkiej Brytanii<sup>385</sup>; najniższy udział w globalnym PKB Indie jako niepodległe państwo (z okresu oficjalnie gromadzonych danych) miały w latach 70. XX w. (ok. 3%)<sup>386</sup>. Z perspektywy historycznej większość XIX i XX w. można ocenić jako pewną aberrację, a dzisiejsze wyniki gospodarcze Indii jako powrót do długoterminowego trendu<sup>387</sup>.

Jedną z przyczyn braku przyspieszenia wzrostu po odzyskaniu niepodległości w 1947 r. było przyjęcie interwencjonistycznej strategii polityki gospodarczej. Władze Indii (m.in. Gandhi i Nehru) sceptycznie podchodziły do zachodnich wzorów modernizacji gospodarki, chcąc stworzyć własną wersję państwa socjalistycznego<sup>388</sup>. Najważniejszymi elementami takiej strategii było wprowadzanie ograniczeń wolności gospodarczej, licznych regulacji i tworzenie barier handlowych poprzez uchwalanie i próby wdrażania kolejnych planów pięcioletnich (plany takie są w Indiach nadal podstawą polityki gospodarczej, najnowszy z nich to plan na lata 2012-2017)<sup>389</sup>. Pod koniec lat 70. XX w. w obliczu braku skuteczności dotychczasowych strategii zaczęto wprowadzać w Indiach pierwsze reformy w kierunku liberalizacji gospodarki. Były one kontynuowane w latach 80., ale dopiero na początku lat 90. tempo zmian uległo znacznemu przyspieszeniu.

---

<sup>382</sup>World Development Indicators 2012, op. cit.

<sup>383</sup>P. Bairoch, *International Industrialization Levels from 1750 to 1850*, "Journal of European Economic History", nr 2, 1982, s. 296.

<sup>384</sup>Indie nie były wówczas niepodległe – dane dotyczą terenów znajdujących się pod rządami brytyjskimi.

<sup>385</sup>P. Bairoch, op. cit.

<sup>386</sup>BRICs and beyond, op. cit., s. 11.

<sup>387</sup>Wśród badaczy historii gospodarczej Indii brak zgody, co do przyczyn tak dużego spadku pozycji Indii w światowej gospodarce – najczęściej przytaczanymi czynnikami są niedostateczny rozwój przemysłu (brak uczestnictwa w przemianach rewolucji przemysłowej; wskutek niskich kosztów pracy dla brytyjskich przemysłowców w Indiach bardziej opłacalna była produkcja wysoko pracochłonna) oraz polityka władz kolonialnych.

<sup>388</sup>M.W. Solarz, op. cit., s. 45.

<sup>389</sup>Pod koniec lat 50. XX w. jednym z doradców rządu indyjskiego w zakresie planowania rozwoju był M. Kalecki, który sformułował strategię zmniejszenia presji inflacyjnej w sektorze dóbr pierwszej potrzeby w ramach trzeciego planu pięcioletniego. Zob. M. Kalecki, *Financial Problems of the Third Plan: Some Observations*, "The Economic Weekly", nr 28, 1960, s. 1119-1123.

Pierwszym etapem reform było odejście od wysokiego stopnia kontroli nad przedsiębiorstwami prywatnymi. Deregulacji nie towarzyszyła jednak prywatyzacja, jej brak oddziaływał negatywnie na tempo rozwoju Indii – wzrost produktywności w ciągu ostatnich kilkunastu lat był znacznie szybszy w podmiotach prywatnych niż państwowych (9,9% rocznie wobec 5,6%)<sup>390</sup>. Innymi elementami reform lat 90. XX w. i początku XXI w. były: częściowa likwidacja państwowej kontroli cen, zmniejszenie barier handlowych (związane z przystąpieniem Indii do WTO w 2005 r.) oraz liberalizacja systemu finansowego (opisana w rozdziale czwartym).

Indie są najludniejszym krajem (w 2011 r. 1,24 mld mieszkańców, ok. 100 mln mniej niż Chiny) z ustrojem demokratycznym na świecie. Mimo pojawiających się w niektórych latach zakłóceń w systemie politycznym jest on stabilny, a proces przekazywania władzy odbywa się pokojowo<sup>391</sup>. Choć indyjski system sądowniczy jest bardziej efektywny niż w większości KSR, to istotnymi problemami zmniejszającymi zakres praworządności są korupcja w administracji i długotrwałe postępowania.

**Tabela 3.5. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Indii**

Wskaźnik	Wartość	Rok/okres
PKB według PPP	4,50 biliona USD	2011
PKB nominalne	1,85 biliona USD	2011
PKB per capita według PPP	3900 USD	2012
średnia roczna stopa wzrostu	5,53%	2000-2011
eksport dóbr i usług	455,3 mld USD	2011
import dóbr i usług	551,6 mld USD	2011
saldo bilansu obrotów bieżących	-96,3 mld USD	2011
dług publiczny	47,3% PKB	2010
zadłużenie zagraniczne	18,3% PNB	2011

Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Według danych za 2011 r. (tabela 3.5) Indie są trzecią największą gospodarką świata, za Stanami Zjednoczonymi i Chinami, z PKB obliczonym na podstawie PPP wynoszącym ponad 4,5 biliona USD. Na podstawie danych o nominalnym PKB w USD Indie znajdują się na znacznie bardziej odległym, 9. miejscu (wynika to w dużej mierze z niedowartościowania rupii indyjskiej w stosunku do dolara amerykańskiego). Zdecydowanie niżej w światowych

<sup>390</sup>P. Kozub, *Dlaczego Chiny wyprzedziły Indie?*, [w:] L. Balcerowicz, A. Rzońca (red.), op. cit., s. 287.

<sup>391</sup>M. Trzaskowski, *Akumulacja kapitału przez Chiny i Indie oraz jej wpływ na światową gospodarkę*, [w:] A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 113.

rankingach Indie plasują się pod względem PKB w przeliczeniu na 1 mieszkańca. W 2012 r. wyniosło ono 3900 USD, co oznaczało, że Indie zajmowały 168. miejsce na świecie (na 229 krajów i obszarów, dla których CIA podaje wartości wskaźnika)<sup>392</sup>.

Struktura PKB Indii w 2011 r. była następująca: 17,2% wartości dodanej wytworzono w rolnictwie, 26,4% w przemyśle, 56,4% w usługach<sup>393</sup>. Dane te potwierdzają częściowo powszechnie przytaczaną opinię o Indiach będących światowym centrum świadczenia usług, zwłaszcza *back-office* (wspierających podstawowe procesy wewnątrz przedsiębiorstwa) dla klientów anglojęzycznych<sup>394</sup>. Niewątpliwie, sektor usługowy przyczynił się do wysokiego tempa wzrostu w ostatnich latach – jego udział w PKB od ponad 20 lat stale wzrasta. Korzystny wpływ na procesy rozwojowe ma dodatkowo rosnąca rentowność branży usług informatycznych (m.in. świadczącej usługi przedsiębiorstwom z KWR), która oddziałuje na wzrost zainteresowania studiami na kierunkach technicznych, co zwiększa liczbę dobrze wykształconych pracowników, mogących znaleźć zatrudnienie także w innych sektorach. Choć w rolnictwie wytwarza się poniżej jednej piątej indyjskiego PKB, to zatrudnienie w tym sektorze przekracza 50%, co oznacza wyraźną nadwyżkę siły roboczej (70% ludności indyjskiej mieszka na wsi). Jednak w ostatnich latach można zauważyć stopniową migrację z rolnictwa do innych sektorów, przede wszystkim do przemysłu (w niewielkiej mierze do usług). Udział przemysłu w PKB jest od 30 lat w miarę stabilny, na poziomie ok. 25%, a pod względem udziału w liczbie zatrudnionych w ostatnich latach nieznacznie wzrósł. Według części ekonomistów dalszy rozwój przemysłu w Indiach jest niezbędny, ponieważ rolnictwo i usługi nie będą w stanie wchłonąć 250 mln młodych osób, które osiągną wiek produkcyjny w przeciągu kolejnych 15 lat<sup>395</sup>.

W 2011 r., podobnie jak w latach poprzednich, saldo bilansu obrotów bieżących w Indiach było ujemne (96,3 mld USD); utrzymywało się na dość stabilnym poziomie 4-5% PKB (wszystkie wartości nominalne)<sup>396</sup>. Mimo wyraźnego wzrostu eksportu w 2011 r. wartość importu była nadal wyższa, co jest skutkiem znacznego uzależnienia indyjskiej gospodarki od importowanych paliw (paliwa stanowiły w ostatnich latach wartościowo między 30% a 40% importu<sup>397</sup>). Główną grupą partnerów handlowych w imporcie były kraje

---

<sup>392</sup>Według danych The Conference Board (wykorzystanych w punkcie 5.4 pracy) PKB per capita według PPP wyniosło w Indiach w 2011 r. 4256 USD. Zob. <http://www.conference-board.org/data/economydatabase/>, data dostępu: 15.12.2012.

<sup>393</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

<sup>394</sup>*BRICs and beyond*, op. cit., s. 18.

<sup>395</sup>*The masala Mittelstand*, "The Economist", August 11<sup>th</sup> 2012.

<sup>396</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

<sup>397</sup>Indie importują rocznie 75% zużywanej ropy naftowej, co oznacza poważne problemy gospodarcze, gdy rupia indyjska się osłabia, jak miało to miejsce np. w 2011 r. i pierwszej połowie 2012 r.



Zatoki Perskiej i Azji Wschodniej i niektóre KWR (1. miejsce zajmowały Chiny), a w eksporcie kraje UE, Azji Wschodniej, Zatoki Perskiej i Ameryki Płn. (1. miejsce ZEA).

Najważniejszymi pozycjami w budżecie państwa były wydatki na obronę narodową, subwencje do paliw, żywności oraz nawozów (łącznie subsydia do paliw, żywności i nawozów wyniosły w 2011 r. 2,4% PKB<sup>398</sup>), wydatki socjalne i na obsługę długu publicznego. Odsetek wydatków przeznaczanych na inwestycje np. w infrastrukturę był niski, nawet w zestawieniu z innymi KSR (w ostatniej dekadzie XX w. i na początku XXI w. wydatki na budowę dróg wynosiły rocznie zaledwie kilka miliardów USD)<sup>399</sup>; istotna zmiana nastąpiła dopiero wraz z projektem „Złotej Czworobocznej Autostrady”, obejmującym budowę ponad 5800 km autostrad o wartości niemal 6 mld USD<sup>400</sup>.

Nadmierne i nieefektywne wydatki publiczne, przede wszystkim dokonywane przez rządy stanowe<sup>401</sup>, oraz niesprawny system podatkowy przyczyniły się do powstania wysokich deficytów budżetowych Indii w latach 80. XX w.; wysoki poziom deficytu w 1991 r. (ponad 11% PKB), zagrażający wypłacalności kraju, był jednym z powodów rozpoczęcia reform gospodarczych<sup>402</sup>. Obecnie w wyniku wysokiej dynamiki rozwoju gospodarki oraz wprowadzenia podatku VAT i ustaw stabilizujących finanse państwa poziom długu publicznego został obniżony do 46% PKB, tj. najniższego w okresie, dla którego są dostępne dane historyczne (deficyt nadal jest jednak na poziomie zbliżonym do 10% PKB)<sup>403</sup>. Zadłużenie zagraniczne Indii jest niewielkie (18% PNB w 2011 r.) i nie stanowi bariery rozwojowej.

Wcześniej wspomniano już o tym, że, mimo wysokiej dynamiki zmian PKB, pod względem wartości per capita Indie znajdują się nisko w światowych rankingach. Dane o wskaźniku HDI, najczęściej wykorzystywanym do określania poziomu rozwoju gospodarczo-społecznego, potwierdzają znaczny stopień ubóstwa tego kraju (tabela 3.6). W 2011 r. jego wartość dla Indii wyniosła 0,547, co oznaczało 134. miejsce na świecie (12 miejsc niżej niż na podstawie wyłącznie wymiaru ekonomicznego, mierzonego PKB lub PNB per capita), najniższe z wszystkich czterech państw BRIC.

Niska wartość HDI sprawia, że kraj ten został zaliczony przez UNDP do grupy krajów o średnim poziomie rozwoju społecznego (blisko granicy oddzielającej ją od zbioru krajów

---

<sup>398</sup>S. Azzarello, B. Putnam, *BRIC Country Update: Slowing growth in the face of internal and external challenges*, „CME Group Market Insights”, 25 July 2012, s. 5.

<sup>399</sup>P. Kozub, op. cit., s. 299.

<sup>400</sup>*BRICs and beyond*, op. cit., s. 18-19.

<sup>401</sup>Rządy stanowe przeznaczają większość środków na cele pozainwestycyjne np. wydatki emerytalne i administracyjne. Zob. P. Kozub, op. cit., s. 301.

<sup>402</sup>P. Kozub, op. cit., s. 300.

<sup>403</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

najsłabiej rozwiniętych). Z poszczególnych wymiarów HDI i indeksów służących do ich pomiaru najgorszy wynik w 2011 r. Indie osiągnęły pod względem edukacji – nadal znaczący odsetek mieszkańców Indii to ludzie słabo wykształceni lub wręcz pozbawieni podstawowych umiejętności (ponad 1/3 dorosłych nie potrafi czytać lub pisać). Przekłada się to negatywnie na możliwości rozwojowe tego państwa, gdyż oznacza niską jakość kapitału ludzkiego – osobom najslabiej wykształconym trudno podejmować pracę w dominującym w Indiach sektorze usługowym, są więc zmuszeni do pracy w mało wydajnym rolnictwie lub najmniej zaawansowanych branżach przemysłowych.

**Tabela 3.6. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Indii (dane za 2011 r.)**

Wskaźnik	Wartość
Human Development Index	0,547
PNB per capita według PPP	3468 USD
średnia długość życia w latach	65,4
średni czas trwania edukacji w latach	4,4
oczekiwany czas trwania edukacji w latach	10,3
ludność żyjąca za mniej niż 1,25 USD dziennie (według PPP; lata 2000-2009)	41,6%

Źródło: Opracowanie własne na podst. *Human Development Report 2011*, op. cit.

Sytuacja gospodarcza kraju (wymiar ekonomiczny HDI) została już w dużej mierze opisana, jednak warte odnotowania są wartości kilku wskaźników, wskazujących na skalę zacofania Indii. Na podstawie danych UNDP 53,7% populacji Indii cierpiało z powodu wielowymiarowego ubóstwa (do obliczenia tej wartości wykorzystano ostatnie dostępne dane, z 2005 r.)<sup>404</sup>. 41,6% ludności żyło za mniej niż 1,25 USD dziennie (jeden z najwyższych odsetków na świecie), a niemal połowa nie miała dostępu do podstawowej infrastruktury sanitarnej.

Średnia długość życia w 2011 r. wynosiła 65,4 lat, czyli była porównywalna z innymi KSR, lecz wyraźnie niższa niż w krajach wyżej rozwiniętych. W ostatnich latach nieznacznie wydłużyła się w wyniku zwiększania się dochodów gospodarstw domowych, lecz dalszy wzrost będzie niemożliwy bez dostatecznych nakładów na rozwój służby zdrowia – wydatki publiczne na ten cel wyniosły w 2009 r. 1,1% PKB, co dawało Indiom 179. miejsce na świecie (9. miejsce od końca); wydatki prywatne wyniosły ok. 3% PKB<sup>405</sup>.

<sup>404</sup>*Human Development Report 2011*, op. cit.

<sup>405</sup>*Ibid.*

### 3.4 Chiny

Chiny, podobnie jak Indie, w XIX i dużej części XX w. utraciły pozycję jednej z globalnych potęg gospodarczych i politycznych, przy czym skala upadku była jeszcze większa. Według szacunków w 1750 r. chińska produkcja przemysłowa stanowiła 1/3 łącznej w skali świata (całej Europy 23%)<sup>406</sup>. Jedną z pierwotnych przyczyn problemów gospodarczych w XIX w. były „wojny opiumowe”, wywołane działaniami Anglii, dążącej do poprawy niekorzystnego salda handlu z Chinami m.in. poprzez handel opium<sup>407</sup>. W 1900 r. udział Chin w światowej produkcji przemysłowej to już jedynie 6%<sup>408</sup>.

Najistotniejszym wydarzeniem we współczesnej historii politycznej Chin jest utworzenie w 1949 r. Chińskiej Republiki Ludowej (w skrócie ChRL), pod rządami Komunistycznej Partii Chin (KPCh) z programem ścisłej kolektywizacji gospodarki, który spowodował przyspieszenie wzrostu, kosztem śmierci dziesiątków (nawet 50-70) milionów ludzi wskutek głodu i represji<sup>409</sup>. Po śmierci Mao Zedonga (1976 r.) w związku ze złą sytuacją gospodarczo-społeczną władze KPCh pod kierownictwem Denga Xiaopinga rozpoczęły realizację reform, które doprowadziły do obecnego kształtu gospodarki tego państwa<sup>410</sup>.

Pierwszy etap reform obejmował przede wszystkim rolnictwo oraz tworzenie specjalnych stref ekonomicznych<sup>411</sup>. Na obszarach wiejskich umożliwiono dzierżawę ziemi i zakładanie przedsiębiorstw będących hybrydą podmiotów prywatnych i państwowych, co oznaczało wyłom w całkowitej kontroli władz nad gospodarką. Dzięki temu ograniczono problemy żywnościowe, nastąpiła ogólna poprawa efektywności w gospodarce i pojawiły się duże grupy ludności wiejskiej szukającej zatrudnienia w miastach<sup>412</sup>. Otwarcie stref spowodowało napływ BIZ, początkowo głównie w formie *joint ventures*.

---

<sup>406</sup>P. Bairoch, op. cit., s. 296.

<sup>407</sup>A. Brunet, J.-P. Guichard, *Chiny światowym hegemonem?*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2011, s. 76-78.

<sup>408</sup>Upadek Chin w XIX w. zajmuje ważne miejsce w świadomości Chińczyków, odwołania do przeszłej potęgi są obecne w doktrynach władz w XXI w. – przykładem hasła „chińskiego snu” i „wielkiego odrodzenia narodu chińskiego” ogłoszone przez Xi Jinpinga, prezydenta od 2013 r. Zob. *Xi Jinping and the Chinese dream*, „The Economist”, May 4th 2013.

<sup>409</sup>Z. Wiktor, *Programy rozwoju społeczno-gospodarczego w Chinach*, [w:] B. Fiedor, K. Kociszewski (red.), op. cit., s. 271.

<sup>410</sup>Styl chińskich reform, wprowadzanych w sposób stopniowy, dobrze opisuje aforyzm Denga Xiaopinga – „rzekę należy przekraczać krok po kroku, wyczuwając kamienie”. Zob. M. Dunford, G. Yeung, *Towards global convergence: Emerging economies, the rise of China and western sunset?*, „European Urban and Regional Studies”, vol. 18, nr 1, 2011, s. 26.

<sup>411</sup>M. Burżacka, *Znaczenie Chin w gospodarce światowej*, [w:] S.I. Bukowski, J. Misala (red.), op. cit., s. 101-102.

<sup>412</sup>P. Kozub, op. cit., s. 284-285.

W drugi etapie przemian gospodarczych przedsiębiorstwa zagraniczne rozwijały produkcję pracochłonną (np. odzieżową) oraz lokowały zakłady oparte na bardziej zaawansowanych technologiach (prace montażowe)<sup>413</sup>. W tym okresie Chiny stały się „warsztatem świata”, którego kluczowym elementem były małe i średnie przedsiębiorstwa zajmujące się działalnością podwykonawczą<sup>414</sup>. Druga połowa lat 80. XX w. to czas kontynuacji reform gospodarczych i nieudane próby częściowej demokratyzacji kraju, zakończone masakrą na Placu Tiananmen w 1989 r.

Od 1993 r. władze chińskie przyjęły nieco odmienny model ekonomiczny – w miejsce gospodarki centralnie planowanej zaczęto wprowadzać mechanizmy wolnego rynku. Przyjęto nową konstytucję (w 1998 r.), zapewniającą wyższy poziom ochrony praw własności, a także przeprowadzono częściową prywatyzację<sup>415</sup>. W 1993 r. sektor prywatny wytwarzał już niecałe 50% PKB, a w 2007 r. ponad 60% (zatrudnienie w tego typu podmiotach wzrosło do 127 mln)<sup>416</sup>; w 2012 r. udział był zbliżony. 11 grudnia 2001 r. Chiny stały się członkiem WTO, co miało istotne skutki nie tylko dla tej gospodarki, ale również dla globalnego układu powiązań handlowych<sup>417</sup>. Do skutków coraz silniejszej obecności filii podmiotów zagranicznych należy przede wszystkim zaliczyć wzrost zaawansowania technologicznego oraz zwiększenie wolumenu i zmianę struktury eksportu i przemysłu (z większym udziałem konkurencyjnych towarów o wysokiej wartości dodanej)<sup>418</sup>.

Globalny kryzys 2008 r. przyniósł w Chinach znaczący spadek obrotów handlowych (w 2009 r. eksportu o ponad 25% w skali roku, a importu o ok. 24%) oraz napływu BIZ (spadek o ok. 22,5%), który spowodował obniżenie tempa wzrostu i poziomu zatrudnienia<sup>419</sup>. W celu przeciwdziałania skutkom kryzysu rząd chiński uruchomił pakiet stymulacyjny wart 586 mld USD, obejmujący przede wszystkim inwestycje infrastrukturalne, w tym rozbudowę

---

<sup>413</sup>Z. Wiktor, op. cit., s. 273.

<sup>414</sup>A. Brunet, J.-P. Guichard, op. cit., s. 136.

<sup>415</sup>P. Kozub, op. cit., s. 284-285.

<sup>416</sup>Z. Wiktor, op. cit., s. 277.

<sup>417</sup>Sami Chińczycy stwierdzają, że to jedna z najważniejszych dat we współczesnej historii i nie mają wątpliwości, co do tego, że to ich kraj skorzystał najbardziej na akcesji. Mimo przyjętych zobowiązań Chiny nadal stosują środki protekcyjnistyczne i utrzymują ograniczenia w dostępie do niektórych sektorów, podczas gdy ich partnerzy handlowi niemal w pełni otworzyli swoje rynki dla podmiotów chińskich. Zob. H. Araújo, J.P. Cardenal, *Podbój świata po chińsku*, Wydawnictwo Sonia Draga, Katowice 2012, s. 351.

<sup>418</sup>L. Bednarowska, *Wpływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich na rozwój gospodarczy Chin*, [w:] J. Misala (red.), *Teoria i polityka wzrostu gospodarczego – osiągnięcia i doświadczenia*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010, s. 159.

<sup>419</sup>T. Rynarzewski, *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na gospodarki krajów rozwijających się*, [w:] J. Bednarczyk (red.), *Finansowe determinanty wzrostu w gospodarce globalnej*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010, s. 45.

sieci kolejowej i poprawę dostępu do elektryczności, opieki zdrowotnej i edukacji oraz odbudowę zniszczonej trzęsieniem ziemi prowincji Syczuan<sup>420</sup>.

Okres od 1980 r. to w Chinach czas dynamicznego wzrostu - udział Chin w PŚB w 1980 r. wynosił 2,8% (mniej niż w czasie, gdy władzę w zrujnowanym kraju zdobyła partia komunistyczna), a w 2010 r. 14,3%<sup>421</sup>. Chiński model rozwoju jest stale przedmiotem analizy badaczy oraz rządów krajów, chcących powtórzyć ich dokonania<sup>422</sup>. Wśród najważniejszych źródeł sukcesu wymienia się wysoką konkurencyjność chińskich towarów spowodowaną niskimi kosztami produkcji (niskie płace i koszty ubezpieczeń społecznych przy wysokiej wydajności<sup>423</sup>) oraz adaptacją nowoczesnych technologii, utrzymywanie sztucznie zaniżonych stóp procentowych, otwarcie w zakresie handlu zagranicznego i BIZ, wysoki udział inwestycji w PKB oraz stosowanie protekcjonizmu monetarnego („dumping walutowy”), tj. utrzymywanie kursu waluty zdecydowanie poniżej wartości parytetowej poprzez ścisłą kontrolę nad rynkiem dewizowym i przepływami kapitału portfelowego<sup>424</sup>. Ostatni wspomniany czynnik jest uważany przez niektórych ekonomistów za główne źródło potęgi gospodarczej Chin, jednak inni autorzy kwestionują jego znaczenie i podają w wątpliwość możliwość dalszego prowadzenia takiej polityki kursowej<sup>425</sup>.

Chiny są najludniejszym krajem świata (1,35 mld ludności w 2012 r., 20% światowej populacji) i zajmują 4. miejsce pod względem powierzchni (9,6 mln km<sup>2</sup>)<sup>426</sup>, przy czym gęstość zaludnienia jest bardzo nierównomierna. Chiny od 1949 r. są komunistycznym krajem totalitarnym – od chwili przejścia władzy przez KPCh nie odbyły się żadne wybory, silnie ograniczono wolność wyznania, słowa i poruszania się, łamane są prawa człowieka (m.in.

---

<sup>420</sup>M. Dunford, G. Yeung, op. cit., s. 38-39.

<sup>421</sup>Dane zgodnie z PPP; dotyczą tzw. „Greater China”, czyli ChRL z Hong Kongiem, Makao i Tajwanem. W 2009 r. Chiny zdetronizowały USA (I miejsce przez ponad 100 lat) i zostały największym krajem-producentem świata. Zob. Gapys, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy a reformy gospodarcze w Chinach i Rosji*, [w:] J.L. Bednarczyk (red.), op. cit., s. 189.

<sup>422</sup> Poza oficjalnym terminem „socjalistyczna gospodarka rynkowa” model chiński nazywany jest też „globalizacją zarządzaną” (J. Stiglitz), „hybrydą ustrojową” z elementami „biurokratycznego planowania, wyspowego kapitalizmu, prostej produkcji towarowej, gospodarki naturalnej” (T. Kowalik) i „patriotycznym kapitalizmem totalitarnym” (A. Brunet i J.-P. Guichard). Zob. B. Liberska, *Perspektywy rozwojowe chińskiej gospodarki do 2050 r.*, „Studia Ekonomiczne INE PAN”, nr 4, 2010, s. 333-336; T. Kowalik, *Systemy gospodarcze. Efekty i defekty reform i zmian ustrojowych*, Fundacja Innowacja, Warszawa 2005, s. 219; A. Brunet, J.-P. Guichard, op. cit., s. 155.

<sup>423</sup> Według niektórych szacunków godzinny koszt płacowy w Chinach wyrażony w USD szacowany jest na ok. 80 razy niższy niż w USA. Zob. A. Brunet, J.-P. Guichard, op. cit., s. 138.

<sup>424</sup> Według G.W. Kołodki istotny wpływ mają taoizm i konfucjanizm, wiążące się z zdolnością działania grupowego. Zob. G.W. Kołodko, *Świat na wyciągnięcie myśli*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2010, s. 228-229.

<sup>425</sup> K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach*, Difin, Warszawa 2007, s. 195; K. Glinka, *Nowe uwarunkowania polityki monetarnej w kontekście rosnącego uczestnictwa Chin i Indii na rynkach finansowych*, [w:] A. Wojtyła (red.), *Dostosowania makroekonomiczne i mikroekonomiczne w krajach na średnim poziomie rozwoju po kryzysach finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 48-51.

<sup>426</sup> *World Development Indicators 2012*, op. cit. Dane dotyczą wyłącznie ChRL, nie „Greater China”.

poprzez zasadę jednego dziecka)<sup>427</sup>. Inną istotną cechą chińskiego systemu gospodarczo-politycznego jest ogromna skala korupcji – skandale łapówkarskie wybuchają na wszystkich szczeblach; według danych Transparency International roczna wartość łapówek przekracza 400 mld USD<sup>428</sup>.

**Tabela 3.7. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Chin**

Wskaźnik	Wartość	Rok/okres
PKB według PPP	12,47 biliona USD	2012
PKB nominalne	8,23 biliona USD	2012
PKB per capita według PPP	9300 USD	2012
średnia roczna stopa wzrostu	9,57%	2000-2011
eksport dóbr i usług	2296 mld USD	2011
import dóbr i usług	1998 USD	2011
saldo bilansu obrotów bieżących	136 mld USD	2011
dług publiczny	38,5% PKB	2011
zadłużenie zagraniczne	10,7% PNB	2011

Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.; [www.cia.gov](http://www.cia.gov), data dostępu: 20.08.2013.

Chiny są od kilku lat (dokładna data zależy od przyjętej metody obliczania PKB) drugą największą gospodarką świata, ustępując jedynie USA. Jednak ze względu na manipulacje kursem waluty dokonywane przez chińskie władze najważniejszymi wskaźnikami są te oparte na PPP – PKB obliczony w ten sposób wyniósł w 2012 r. 12,47 bln USD (w USA 15,68 bln USD, czyli ok. 25% więcej, w trzecich Indiach był o ok. 62% niższy) i był dużo wyższy niż nominalny (zob. tabela 3.7). Sposób obliczania parytetu i tym samym pozycji Chin bywa kwestionowany, ponieważ niektórzy ekonomiści na podstawie danych m.in. o zużyciu energii, zgodnie z którymi kraj ten zajmuje 1. miejsce na świecie, twierdzą, że Chiny stały się już największą gospodarką świata, z udziałem w PŚB zbliżonym do amerykańskiego tj. ok. 20%<sup>429</sup>. Pod względem wartości PKB per capita (według PPP wynosiło w 2012 r. 9300 USD) Chiny znajdują się dopiero na 123. miejscu na świecie, jeżeli jednak weźmie się pod uwagę przedstawioną powyżej charakterystykę kraju (20% ludności świata i PŚB), okazuje się, że poziom PKB na mieszkańca zbliżony jest do średniej dla świata.

<sup>427</sup>A. Brunet, J.-P. Guichard, op. cit., s. 42-48.

<sup>428</sup>Korupcja ma miejsce przede wszystkim przy projektach infrastrukturalnych i decyzjach kontrolowanych przez państwo banków o udzieleniu finansowania, co ma niekorzystny wpływ na efektywność alokacji kapitału. Zob. J. Bielecki, *Łapówki wielkości polskiego dochodu narodowego*, „Rzeczpospolita”, 9.07.2013, s. A9.

<sup>429</sup>A. Brunet, J.-P. Guichard, op. cit., s. 27-30.

W 2011 r. 47% chińskiego PKB zostało wytworzone w sektorze przemysłowym, 43% w usługowym, 10% w rolnictwie. Udział rolnictwa w PKB pozostaje od kilku lat na dość stałym poziomie, nieznacznie obniża się zaś w strukturze zatrudnienia, choć nadal wynosi niecałe 40%; wydajność pracy w tym sektorze jest dużo niższa niż w KWR<sup>430</sup>. W ostatnich latach można zaobserwować istotne zmiany w podziale pozostałych 90% PKB pomiędzy przemysł i usługi. Od 1978 r. to rozwój przemysłu znajdował się w centrum modelu wzrostu opartego na inwestycjach, początkowo wytwarzane były nisko zaawansowane technologicznie towary, stopniowo struktura produkcji zmieniała się na bardziej nowoczesną, rosła wyraźnie wydajność pracy<sup>431</sup>. Skutkiem tego była poprawa poziomu życia, jednak jednocześnie narastało rozwarstwienie dochodów zarówno geograficzne (w 2009 r. PKB per capita w miastach było ponad trzykrotnie wyższe niż na wsi; wysokie różnice powodują nasilenie nielegalnej migracji), jak i pomiędzy warstwami społecznymi<sup>432</sup>. Zgodnie z oficjalnymi statystykami chińskiego urzędu statystycznego współczynnik Giniego maleje i w 2012 r. wyniósł 0,474, ale na podstawie niezależnych szacunków można wnioskować o wyraźnym wzroście nierówności – współczynnik Giniego wzrósł w ciągu kilku lat z ok. 0,43 do ponad 0,6 (jedna z najwyższych wartości na świecie)<sup>433</sup>. Chiny dzielą się więc w rzeczywistości na dwa „kraje” – jeden bogaty z ok. 250 mln mieszkańców i 12-15% światowego PKB (przede wszystkim wschód kraju) oraz biedny z ponad 1 mld ludności<sup>434</sup>.

W celu zniwelowania części różnic i zmniejszenia niezadowolenia społecznego władze zdecydowały się zwiększyć nacisk na prokonsumpcyjny model wzrostu. Przejawem takiej strategii jest stopniowy spadek udziału przemysłu i wzrost usług w PKB – w 2012 r. różnica wynosiła już poniżej 1% PKB (w 2005 r. ponad 18%)<sup>435</sup>. Znaczącą rolę w rozwoju sektora usługowego odgrywają podmioty prywatne, bardziej efektywne niż państwowe (mimo zdecydowanie gorszego dostępu do finansowania), tworząc dział gospodarki nazywany „kapitalizmem bambusowym” (ang. *bamboo capitalism*)<sup>436</sup>. Branża usługowa jest zdominowana przez przedsiębiorstwa tradycyjne, niewiele jest związanych z najnowszymi technologiami (jak np. w Indiach).

---

<sup>430</sup>Z. Wiktor, op. cit., s. 277, 280.

<sup>431</sup>Nakłady brutto na kapitał trwały wynoszą w Chinach od 1978 r. co najmniej 1/3 PKB, a w 2004 r. przewyższyły wydatki na konsumpcję. Wysoka stopa oszczędności wynikała m.in. z słabo rozbudowanego systemu zabezpieczeń społecznych. Zob. M. Dunford, G. Yeung, op. cit., s. 37; B. Liberska, op. cit., s. 343-344.

<sup>432</sup>Wszystkie przepływy ludności są ściśle kontrolowane przez państwo. Mimo to odsetek ludności miejskiej szybko rośnie – w latach 2008-2012 wzrósł z 47% do 52%.

<sup>433</sup>A.K. Koźmiński, *W poszukiwaniu utraconej równości*, „Rzeczpospolita”, 29.01.2013, s. B11.

<sup>434</sup>A. Brunet, J.-P. Guichard, op. cit., s. 274.

<sup>435</sup>*Served in China*, „The Economist”, 23<sup>rd</sup> February 2013.

<sup>436</sup>*The Alibaba phenomenon*, „The Economist”, 23<sup>rd</sup> March 2013.

Od wejścia do WTO Chiny umacniały swoją pozycję w handlu międzynarodowym, stając się w 2009 r. największym eksporterem na świecie (jeżeli uwzględnimy wywóz filii podmiotów zagranicznych i *joint ventures*, to miało to miejsce już wcześniej)<sup>437</sup>. W 2012 r. wartość eksportu wyniosła ok. 2,3 bln USD a importu ok. 2 bln USD, nadwyżka handlowa wyniosła więc ok. 300 mld USD (według danych chińskich, sumując salda handlu pozostałych krajów z Chinami ta wielkość to ponad 600 mld USD). Głównymi partnerami handlowymi (poza Hong Kongiem i Tajwanem) były USA, Japonia i Korea Płd<sup>438</sup>. Wkład eksportu netto do PKB to niecałe 10%<sup>439</sup>. Utrzymywanie bardzo wysokich nadwyżek w obrotach z zagranicą umożliwia Chinom gromadzenie coraz większych rezerw walutowych – w 2012 r. 3,33 bln USD, czyli niemal pięciokrotność zadłużenia zagranicznego.

**Tabela 3.8. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Chin (dane za 2011 r.)**

Wskaźnik	Wartość
Human Development Index	0,687
PNB per capita według PPP	7476 USD
średnia długość życia w latach	73,5
średni czas trwania edukacji w latach	7,5
oczekiwany czas trwania edukacji w latach	11,6
ludność żyjąca za mniej niż 1,25 USD dziennie według PPP; lata 2000-2009	15,9%

Zródło: Opracowanie własne na podst. *Human Development Report 2011*, op. cit.

Chiny zaliczane są przez UNDP do krajów o średnim poziomie rozwoju ludzkiego – w 2011 r. wartość wskaźnika HDI wyniosła 0,687 (zob. tabela 3.8), co dało 101. miejsce na świecie, czyli nieco wyżej niż według PKB per capita. Na tle innych krajów z tej grupy Chiny wypadają korzystnie pod względem średniej długości życia, wynoszącej 73,5 roku (w 1949 r. 35 lat<sup>440</sup>) oraz PNB per capita. Mimo traktowania edukacji jako jednego z priorytetów prowadzonej polityki (po 1978 r. wprowadzono obowiązkową edukację na poziomie podstawowym, trwającą 9 lat, oraz udostępniono szkoły wyższe dla szerokiego grona obywateli<sup>441</sup>) Chiny wciąż odbiegają w tym zakresie od krajów o wyższym poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego.

<sup>437</sup>Dodatkowym problemem w ocenie wielkości handlu zagranicznego Chin jest zjawisko fałszowania statystyk przez przedsiębiorstwa (powodujące zawyżenie wartości eksportu). Zob. A. Brunet, J.-P. Guichard, op. cit., s. 27; D. Walewska, *Zaskakujący chiński deficyt*, "Rzeczpospolita", 11.04.2013, s. B3.

<sup>438</sup>M. Burżacka, op. cit., s. 107.

<sup>439</sup>M. Dunford, G. Yeung, op. cit., s. 36.

<sup>440</sup>Z. Wiktor, op. cit., s. 281.

<sup>441</sup>A. Barwińska-Małajowicz, K. Puchalska, *Znaczenie inwestycji zagranicznych oraz przemiany na rynku pracy w Chinach na przełomie XX i XXI w.*, [w:] J. Misala (red.), op. cit., s. 146.



Skala rozwoju Chin w ciągu ostatnich 30 lat widoczna jest najlepiej, gdy analizowane są dane dotyczące liczby ludności żyjącej poniżej progu ubóstwa (różnie definiowanego). W 1981 r. 730 mln Chińczyków żyło za mniej niż 1 USD (według PPP) rocznie, a w 2005 r. 106 mln<sup>442</sup>. W okresie 2000-2009 za mniej niż 1,25 USD według PPP żyło przeciętnie 15,9% ludności – ok. 200 mln; ostatnie dostępne dane z 2009 r. to 11,8%, czyli ponad 150 mln mieszkańców, w większości na obszarach wiejskich. Należy przy tym pamiętać o dużej skali nierówności w podziale dochodu w chińskim społeczeństwie. Ponadto, sytuacja najbiedniejszych warstw ludności jest relatywnie gorsza niż w krajach z bardziej rozbudowanym systemem zabezpieczenia socjalnego – dopiero w drugiej dekadzie XXI w. rząd chiński zadeklarował znaczący, trzykrotny, wzrost wydatków na ochronę zdrowia (na razie obietnicę spełniono w minimalnym stopniu, ponieważ zwiększono je z 4,6% PKB w 2008 r. do 5,2% w 2012 r.) i poszerzenie grupy osób objętych ubezpieczeniem zdrowotnym<sup>443</sup>.

Jednym z najpoważniejszych wyzwań stojących przed chińskimi władzami są narastające problemy demograficzne, będące przede wszystkim skutkiem polityki jednego dziecka – współczynnik dzietności wynosił w 2011 r. w Chinach ok. 1,6. Już w 2012 r. zmniejszyła się liczba osób w wieku produkcyjnym (o 3,45 mln)<sup>444</sup>. Nawet jeżeli ograniczenia zostaną zliberalizowane, to wysoce prawdopodobne są istotne zmiany w chińskiej gospodarce, w tym spadek stopy oszczędności oraz rosnąca presja płacowa, mogąca obniżyć konkurencyjność eksportowanych towarów.

---

<sup>442</sup>M. Dunford, G. Yeung, op. cit., s. 36.

<sup>443</sup>B. Liberska, op. cit., s. 344.

<sup>444</sup>*Peak toil*, „The Economist”, January 26<sup>th</sup> 2013.

## Rozdział 4

# Charakterystyka systemów finansowych i rynków akcji w krajach BRIC

### 4.1. Struktura i tendencje zmian w systemach finansowych

W tej części pracy zostaną omówione systemy finansowe krajów BRIC. Analiza obejmie wybrane, najistotniejsze z punktu widzenia przeprowadzanych badań elementy, takie jak rozmiary i struktura systemu finansowego, charakterystyka sektora bankowego, rynku kapitałowego (rynek akcji zostanie opisany bardziej szczegółowo w kolejnym podrozdziale) i nadzoru finansowego; w większości pominięte zostaną kwestie m.in. rynku walutowego, finansów publicznych, polityki pieniężnej i rynku ubezpieczeń.

#### 4.1.1. Brazylia

Brazylijski system finansowy na początku XXI w. rozwijał się w szybkim tempie, kontynuując trend z drugiej połowy lat 90. XX w. Zgodnie z danymi na koniec grudnia 2010 r. łączne aktywa brazylijskiego systemu finansowego odpowiadały nieco ponad 200% PKB tego państwa. W rozbiciu na najważniejsze segmenty struktura systemu była następująca: kapitalizacja rynku akcji 67% PKB, kredyty bankowe 52%, obligacje skarbowe 44%, obligacje korporacyjne 24%<sup>445</sup>. W skali świata brazylijskie aktywa finansowe stanowiły ok. 2% globalnej wartości i jednocześnie (w skali regionalnej) ponad trzy czwarte aktywów Ameryki Łacińskiej<sup>446</sup>. Porównując dane dotyczące Brazylii ze wskaźnikami dla KWR można stwierdzić, że system finansowy tego państwa jest zdecydowanie słabiej rozwinięty (relatywna wielkość systemu wynosząca ok. 50% średniej dla KWR); jeżeli jednak punktem odniesienia będzie grupa KSR, to należy do jednego z najbardziej zaawansowanych.

Zmiany w brazylijskim systemie finansowym były w dużym stopniu pochodną przemian zachodzących w sektorze bankowym m.in. wskutek realizacji opisanego w poprzednim rozdziale Planu Real. Jeszcze na początku lat 90. XX w. dominowały banki publiczne, liczba banków prywatnych (w tym zagranicznych) była niska, udzielanie kredytów

---

<sup>445</sup>T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

<sup>446</sup>Obliczenia własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.; S. Lund, J. Piotrowski, C. Roxburgh, op. cit., s.24.

kontrolowały władze, a instytucje finansowe osiągały większość zysków z inwestycji powiązanych z wysoką stopą inflacji<sup>447</sup>. W przeciwieństwie do wielu innych krajów dotkniętych niestabilnością makroekonomiczną i wysoką inflacją w Brazylii nie doszło do załamania w systemie finansowym, przede wszystkim w wyniku wysokiej zyskowności banków. Była ona spowodowana przyjętą w 1964 r. indeksacją emitowanych przez państwo papierów wartościowych, które stały się głównym składnikiem aktywów bankowych i przynosiły zyski z dwóch źródeł: z handlu na własny rachunek oraz z obsługi klientów poszukujących ochrony przed spadkiem realnej wartości oszczędności<sup>448</sup>.

Spadek inflacji po wprowadzeniu Planu Real doprowadził do zwiększenia aktywności kredytowej. Innym czynnikiem, który przyczynił się do zmian systemu finansowego, było podniesienie stóp procentowych przez brazylijski bank centralny po kryzysie finansowym w Meksyku w 1994 r., co spowodowało wzrost odsetka niespłacanych kredytów. Brazylija uniknęła kryzysu bankowego poprzez podjęcie działań takich jak wyodrębnienie „złych banków”, prywatyzacja części banków państwowych i utworzenie funduszu gwarancyjnego.

Brazylijski system bankowy należy określić jako zorientowany bankowo – mimo relatywnie większych rozmiarów rynku kapitałowego (głównie rynku akcji) to banki kontrolują niemal wszystkie obszary rynków finansowych<sup>449</sup>. Choć rola państwa w sektorze bankowym została w ciągu ostatnich kilkunastu lat wyraźnie ograniczona, to nadal największy (pod względem wartości udzielonych kredytów i aktywów) brazylijski (i równocześnie największy w Ameryce Łacińskiej) bank Banco do Brasil w 60% należy do rządu centralnego<sup>450</sup>. Zgodnie z statystykami brazylijskiego banku centralnego na koniec grudnia 2011 r. w kraju działało 160 banków, z czego większość stanowiły banki prywatne z przewagą kapitału krajowego (89) oraz pod kontrolą podmiotów zagranicznych (62); 9 banków znajdowało się pod pełną kontrolą państwa<sup>451</sup>. Mimo niewielkiej liczby na banki państwowe przypadało 29% aktywów sektora (z tego ponad połowa to udział Banco do Brasil) oraz 43% udzielonych kredytów. Udział krajowych banków prywatnych to ok. 53% aktywów i 40% kredytów, a banków zagranicznych odpowiednio 18% i 17%<sup>452</sup>.

---

<sup>447</sup>I. Goldfajn, K. Hennings, H. Mori, *Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitutions, but Struggling to Promote Growth*, "Stanford University Working Paper", nr 170, 2003, s. 3.

<sup>448</sup>F. de Carvalho, F. de Souza, op. cit., s. 9-10.

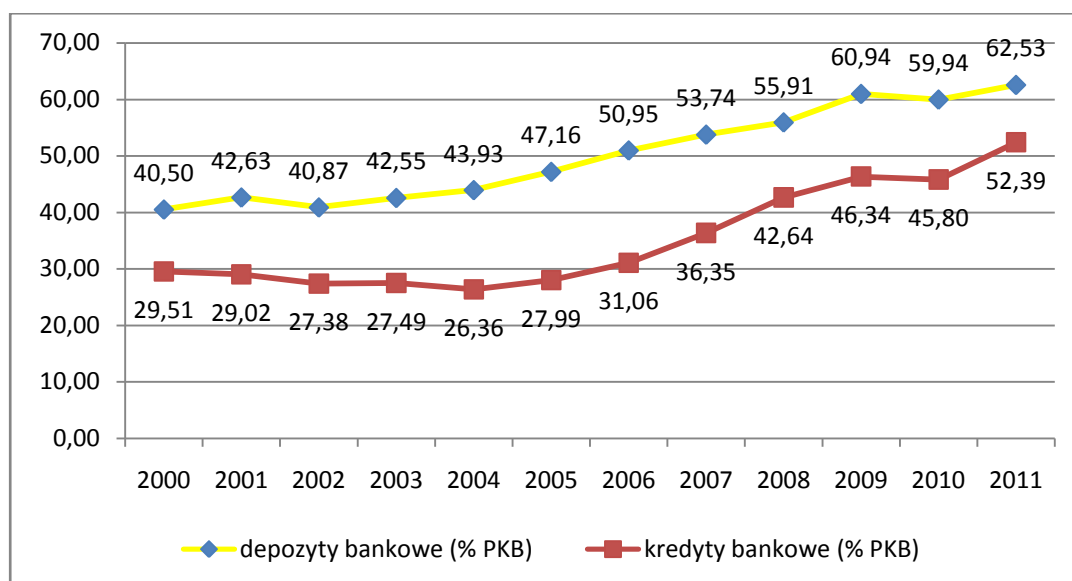
<sup>449</sup>Ibid., s. 25.

<sup>450</sup>Banco de Brasil jest nie tylko bankiem komercyjnym, ale również odpowiada za m.in. realizację państwowej polityki udogodnień kredytowych, obsługę płatności budżetu centralnego i budżetów stanowych oraz handlu zagranicznego. Zob. *Brazil Insights Series: Financial System*, Secretariat for Social Communication Presidency of Republic of Brazil, Brasilia 2012, s. 24.

<sup>451</sup>*Annual Report of Evolution of NFS 2011*, Banco Central do Brasil, Brasilia 2012.

<sup>452</sup>Ibid.

**Rys. 4.1. Sektor bankowy w Brazylii w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

W latach 2000-2011 brazylijski sektor bankowy dynamicznie się rozwijał (zob. rys. 4.1). W tym okresie zarówno względne (odniesione do wartości PKB) depozyty, jak i kredyty zwiększyły się o ponad połowę, przy czym większość wzrostu przypadła na lata 2005-2009. Osiągnięty w 2011 r. przez Brazylię poziom rozwoju sektora bankowego mierzony tymi dwoma wskaźnikami jest jednak wciąż dużo niższy niż w krajach bardziej zaawansowanych gospodarczo (jednocześnie powyżej średniej dla ogółu KSR).

**Tabela 4.1. Wybrane wskaźniki sektora bankowego w Brazylii**

Wskaźnik	Wartość w 2011 r.
Aktywa sektora bankowego/PKB	0,89
Koszty operacyjne banków/Aktywa sektora bankowego	0,03
Aktywa 3 największych banków/ Aktywa sektora bankowego	0,63

Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

Dodatkowe wskaźniki służące do oceny zmian sektora bankowego zostały przedstawione w tabeli 4.1. Aktywa sektora bankowego w relacji do PKB osiągnęły w 2011 r. poziom niemal dwukrotnie wyższy niż średnia dla KSR. Wskaźniki kosztów oraz koncentracji sektora były zbliżone do średniej dla KSR, co świadczy o tym, że brazylijski sektor bankowy wyróżnia się dodatnio na tle innych KSR przede wszystkim pod względem rozmiarów. Podstawowym problemem brazylijskich banków pozostaje niedostateczna aktywność w zakresie udzielania kredytów, spowodowana w znacznym stopniu cechami sektora sprzed Planu Real, kiedy koncentrowały się niemal wyłącznie na przychodach „inflacyjnych”, a jedynym istotnym kredytobiorcą były podmioty państwowe. W ostatnich

latach wartość udzielonych kredytów najszybciej rosła w segmencie konsumenckim (w 2009 r. 1/3 wszystkich kredytów pozostających do spłaty), wzrost finansowania przedsiębiorstw był dużo niższy<sup>453</sup>.

Brazylijski rynek obligacji skarbowych i korporacyjnych był w odniesieniu do PKB nieznacznie większy niż rynek akcji. Wielkość rynku obligacji skarbowych jest wysoka (44% PKB w 2010 r., czyli ok. 15% mniej niż wartość udzielonych kredytów) i utrzymuje się na stabilnym poziomie; wynika to z konieczności finansowania wciąż utrzymujących się (zmniejszanych w ostatnich latach) deficytów budżetowych. Warto odnotowania są wyjątkowo duże rozmiary emisji obligacji korporacyjnych (wyemitowane obligacje miały w 2010 r. wartość odpowiadającą 24% PKB), większe niż przeciętnie w KWR<sup>454</sup>. Znaczenie gospodarcze tej części systemu finansowego jest jednak niższe niż wskazywałyby na to dane o rozmiarze, ponieważ głównymi emitentami i jednocześnie nabywcami obligacji są instytucje finansowe (70% łącznej wartości), a emisje mają charakter krótkoterminowy<sup>455</sup>. Jedną z kluczowych przyczyn dynamicznego rozwoju rynku obligacji korporacyjnych było zainteresowanie ze strony inwestorów zagranicznych, korzystających z wysokich stóp procentowych i umocnienia waluty. Ponadto, zmiany prawne na rynku nieruchomości przyczyniły się do wzrostu emisji obligacji opartych na kredytach hipotecznych.

Nadzór nad brazylijskim systemem finansowym sprawują następujące organy:

1. Conselho Monetário Nacional (CMN) – koordynacja całościowego nadzoru nad wszystkimi sektorami systemu finansowego, monitorowanie płynności i wypłacalności,
2. Banco Central do Brasil (BCB) – brazylijski bank centralny odpowiedzialny za monitorowanie stabilności systemu i wydawanie licencji
3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – komisja i podległy urząd sprawujący nadzór nad rynkiem papierów wartościowych, w tym nad działalnością uczestników rynku (np. funduszami inwestycyjnymi),

---

<sup>453</sup> Duże zainteresowanie banków kredytami konsumenckimi wynikało z wprowadzenia możliwości bezpośredniego przejmowania przez bank części wpływów z wynagrodzenia kredytobiorcy – w związku z znacznym udziałem zatrudnionych w sektorze publicznym, gdzie stabilność zatrudnienia jest wysoka, kredyty tego typu obciążone są niskim poziomem ryzyka. Zob. F. de Carvalho, F. de Souza, op. cit., s. 27-29.

<sup>454</sup>Pod względem łącznych rozmiarów brazylijski rynek obligacji znajdował się w 2010 r. w pierwszej dziesiątce największych na świecie.

<sup>455</sup>J. Park, *Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development*, "IMF Working Paper", WP/12/224, September 2012, s. 10-13.

4. Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) – część instytucji nadzorczej rynku ubezpieczeń odpowiedzialna za nadzór nad otwartymi prywatnymi funduszami emerytalnymi<sup>456</sup>.

W ocenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego brazylijski nadzór finansowy wypełnia prawidłowo swoje funkcje i spełnia niemal wszystkie stawiane wymogi, zwłaszcza w zakresie kontroli nad bankami, gdzie istotnym elementem jest mechanizm ubezpieczenia depozytów<sup>457</sup>. Najpoważniejszym zastrzeżeniem jest zbyt słabe wyposażenie organów nadzoru w środki finansowe, brak odpowiedniej liczby wykwalifikowanych pracowników oraz niedostateczna niezależność od nacisków politycznych<sup>458</sup>.

#### 4.1.2. Rosja

Pierwsze istotne zmiany w rosyjskim systemie finansowym po 1993 r. to likwidacja monopolu państwowego w bankowości, podział dotychczasowych banków państwowych i wprowadzenie dwupoziomowości sektora (składającego się z banków komercyjnych i banku centralnego)<sup>459</sup>. Stworzony system był jednak w wysokim stopniu niestabilny, co było spowodowane powstawaniem grup kapitałowych łączących banki z przedsiębiorstwami, zbyt wysoką liczbą niedokapitalizowanych banków oraz niedostateczną wartością depozytów. Wymienione cechy przyczyniły się do wybuchu kryzysu w 1998 r., po którym doszło do głębokiej przebudowy, obejmującej m.in. zaostrzenie kryteriów wydawania licencji, poprawę efektywności nadzoru bankowego (przyjęcie standardów międzynarodowych) i utworzenie systemu gwarantowania depozytów<sup>460</sup>. W wyniku prowadzonych działań nastąpił rozwój sektora bankowego, któremu towarzyszył wzrost aktywności uczestników rynku kapitałowego, początkowo na niewielką skalę, z widocznym przyspieszeniem dopiero od lat 2004-2005.

Po pogorszeniu sytuacji banków w trakcie globalnego kryzysu finansowego władze rosyjskie zdecydowały się w 2012 r. na rozpoczęcie realizacji planu rozwoju rosyjskiego systemu finansowego – długookresowym celem jest uczynienie z Moskwy jednego z pięciu największych centrów finansowych (pierwsze efekty mają być widoczne już w 2015 r., kiedy

---

<sup>456</sup>*The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, The Group of Thirty, Washington D.C. 2012, s. 89-93.

<sup>457</sup>Nadzór bankowy uzyskał jedną z najwyższych ocen wśród krajów G20. Zob. *Brazil: Financial System Stability Assessment*, „IMF Country Report”, nr 12, wol. 206, 2012, s. 6-34.

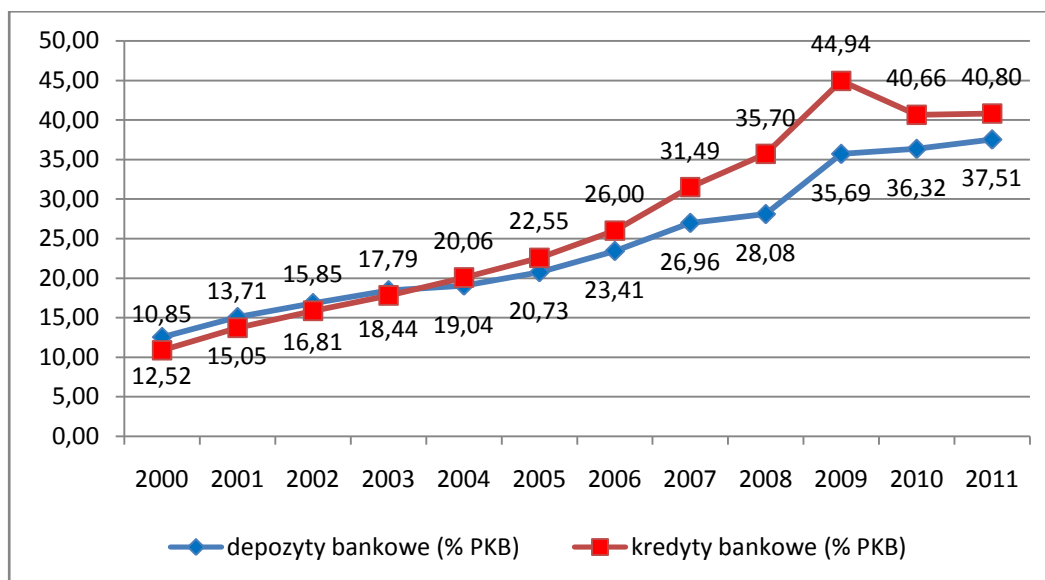
<sup>458</sup>*Ibid.*, s. 6-7.

<sup>459</sup>H. Żukowska, *Stabilność i czynniki destabilizujące system bankowy: Przykład Rosji po 1990 roku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007, s. 226.

<sup>460</sup>*Ibid.*, s. 102.

to Moskwa ma wyprzedzić w odpowiednich rankingach m.in. Rzym i Sztokholm)<sup>461</sup>. Program obejmuje zmianę przepisów dotyczących inwestycji finansowych i budowę nowoczesnej dzielnicy biznesowej. Eksperti podchodzą jednak sceptycznie do tych zapowiedzi, wskazując na zdecydowanie niższy obecny poziom rozwoju systemu rosyjskiego i znaczące różnice w odniesieniu do globalnych centrów finansowych np. pod względem otoczenia prawnego (większość z nich działa w krajach z anglosaskim systemem prawnym)<sup>462</sup>. Wnioski te zdają się potwierdzać dane o coraz niższym napływie kapitału zagranicznego do Rosji, świadczące o malejącej atrakcyjności tego rynku<sup>463</sup>. Ponadto, słabość branży finansowej ukazują dane dotyczące inwestycji w gospodarce, z których wynika, że w ostatnich latach ok. 1/5 całości była finansowana z budżetu państwa. Sektor państwowy jest więc w pewnym stopniu substytutem nisko rozwiniętego systemu finansowego<sup>464</sup>.

**Rys. 4.2. Sektor bankowy w Rosji w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

Na tle pozostałych krajów BRIC aktywa rosyjskiego systemu finansowego są dość niewielkie w stosunku do rozmiarów gospodarki. W 2010 r. łączna wartość aktywów wyniosła 127% PKB, z czego najważniejszymi pozycjami były: kapitalizacja rynku akcji (68% PKB) i kredyty bankowe (42%)<sup>465</sup>. Dość nietypową cechą rosyjskiego systemu finansowego

<sup>461</sup>I. Trusewicz, *Moskwa finansowym centrum świata?*, "Rzeczpospolita", 12.12.2012, s. B7.

<sup>462</sup>P. Sutela, *Russian finance: drag or booster for future growth?*, [w:] M. Belling (red.), *Current trends in the Russian financial system*, The European Money and Finance Forum, Vienna 2009, s. 38.

<sup>463</sup>Znany amerykański inwestor G. Soros stwierdził wręcz pod koniec 2012 r., że nie należy inwestować w Rosji, ponieważ rosyjska gospodarka jest w „stanie rozkładu”, który się jeszcze pogłębia wskutek rządów W. Putina. Zob. I. Trusewicz, *Mniej zagranicy w Rosji*, "Rzeczpospolita", 29.01.2013, s. B12.

<sup>464</sup>P. Sutela, op. cit., s. 35.

<sup>465</sup>*The Financial Development Report 2012*, World Economic Forum USA, New York 2012, s. 240.

jest niski udział rynku obligacji (łącznie ok. 17%) oraz niemal równa wartość obligacji korporacyjnych w stosunku do skarbowych.

Wahania sumy krajowych aktywów systemu finansowego w ostatnich latach spowodowane były przede wszystkim (podobnie jak w większości innych krajów) zmianami cen akcji, ponieważ relatywna wielkość kredytów bankowych i depozytów w latach 2000-2011 niemal stale wzrastała (zob. rys. 4.2). Najważniejsze cechy rosyjskiego sektora bankowego ukształtowanego w wyniku kryzysu z 1998 r. i globalnego kryzysu finansowego 2008 r. to:

- wysoka liczba zarejestrowanych banków – w szczytowym punkcie przemian w lipcu 1996 r. w Rosji było 2605 banków<sup>466</sup>, następnie ich liczba spadała, nadal jednak jest zbyt duża<sup>467</sup>, co uniemożliwia sprawowanie skutecznego nadzoru; niewielkie banki, choć nie dysponują odpowiednim kapitałem w celu dokonania ekspansji, a niekiedy nawet zbyt niskim, aby zapewnić bezpieczeństwo działania, odgrywają w wielu częściach kraju rolę na styku sfer politycznej i gospodarczej – są wykorzystywane do przeprowadzania nieprzejrzystych operacji przez lokalne władze i przedsiębiorców<sup>468</sup>,
- od początku transformacji systemowej szczególnie miejsce zajmują banki państwowe – według danych z połowy 2009 r. udział banków z większościowymi udziałami władz w całości aktywów sektora wyniósł 57%<sup>469</sup>, trzy największe banki państwowe (Sberbank, VTB i Rosselkhozbank) miały ponad 35% udziału; należy zwłaszcza podkreślić rolę Sberbanku, w którym ulokowano prawie połowę depozytów gospodarstw domowych,
- umiarkowany (na tle krajów Europy Środkowej i Wschodniej) udział rynkowy instytucji zagranicznych, zwiększający się w ostatnich latach, lecz ograniczony przez silną pozycję Sberbanku i brak odpowiedniego otoczenia prawnego i nadzorczego,
- utrzymywanie ujemnej realnej stopy procentowej, powodujące nadwyżkę popytu na kredyty nad ich podażą, co umacnia rolę największych banków (tj. państwowych) mogących poprzez decyzje kredytowe wpływać na sytuację gospodarczą oraz polityczną (np. odmowa udzielenia kredytu pod wpływem władz)<sup>470</sup>,
- wysoki stopień uzależnienia aktywności kredytowej banków od zagranicznych źródeł finansowania, który spowodował zaburzenia w sektorze w trakcie kryzysu 2008 r.; w wyniku

---

<sup>466</sup>M. Żukowski, *Makroekonomiczne uwarunkowania rozwoju sektora bankowego w Rosji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006, s. 194.

<sup>467</sup>Według stanu na 1.01.2013 r. – 1094. Zob. <http://russianamericanbusiness.org>, data dostępu: 5.05.2013.

<sup>468</sup>P. Sutela, op. cit., s. 34-35.

<sup>469</sup>Z. Fungacova, L. Solanko, *The Russian Banking Industry after the 2008–2009 Financial Crisis – What Next?*, "Russian Analytical Digest", nr 74, 2010, s. 3.

<sup>470</sup>P. Sutela, op. cit., s. 36.



interwencji rządu i banku centralnego Rosji udało się uniknąć kryzysu bankowego (przyczynił się do tego także mechanizm gwarantowania depozytów).

Rosyjski rynek obligacji pod względem wartości obligacji znajdujących się w obrocie jest podzielony niemal po połowie między emitentów prywatnych i publicznych – dokładne proporcje ulegały w ostatnich latach wahaniom, przy czym po 2008 r. nastąpiło wyhamowanie dynamiki części korporacyjnej na rzecz segmentu skarbowego i samorządowego. Rozmiary rynku obligacji skarbowych są niskie, co wynika z korzystnej sytuacji budżetowej i braku konieczności finansowania zadłużenia publicznego. Można zauważyć tendencję do ograniczania emisji obligacji denominowanych w obcych walutach spowodowaną zarówno doświadczeniami z okresu kryzysu 1998 r., jak również zmniejszaniem kosztów obsługi długu<sup>471</sup>. Rozwój rynku obligacji korporacyjnych przyspieszył w latach 2005-2006, kiedy wzrosła ocena Rosji wydawana przez agencje ratingowe oraz zniesiono pozostające ograniczone w przepływach kapitałowych<sup>472</sup>. Choć największe rosyjskie korporacje są aktywne przede wszystkim na międzynarodowych rynkach kapitałowych (rząd rosyjski w ramach wspomnianego planu tworzenia globalnego centrum finansowego próbuje temu przeciwdziałać), to dla mniejszych przedsiębiorstw emisja obligacji jest jedną z alternatyw finansowania w stosunku do ograniczonego dostępu do kredytów.

Rosyjski system finansowy nadzorowany jest przede wszystkim przez dwie instytucje:

1. Centralny Bank Rosji (w skrócie CBR) – do jego zadań nadzorczych należy kontrola sektora bankowego, której elementami są ochrona interesów depozytariuszy, zwiększanie efektywności sektora, sprawowanie funkcji kredytodawcy ostatniej instancji<sup>473</sup>,

2. Federalna Służba Rynków Finansowych (w skrócie FSRF) – nadzór nad całością pozabankowego systemu finansowego, w tym nad rynkami kapitałowymi i od marca 2011 r. nad sektorem ubezpieczeniowym<sup>474</sup>.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenia rosyjski nadzór finansowy jako w coraz wyższym stopniu wypełniający założone zadania, jednocześnie jednak wskazuje na szereg niedociągnięć, z których najpoważniejsze to niedostateczna jakość ładu korporacyjnego instytucji finansowych przy braku odpowiedniej reakcji nadzoru (np. problem nieprzejrzystych struktur właścicielskich banków i notowanych spółek), niewdrażanie

---

<sup>471</sup>E. Moser, T. Nestmann, *Russia's financial sector*, „Deutsche Bank Research”, August 20, 2007, s. 8-9.

<sup>472</sup>A. Lehmann, *Banks and financial reform: their role in sustaining Russia's growth*, [w:] M. Belling (red.), op. cit., s. 93.

<sup>473</sup>H. Żukowska, op. cit., s. 327-445.

<sup>474</sup>*Russian Federation Financial System Stability Assessment*, “IMF Country Report”, nr 11/291, 2011, s. 10-30.

uchwalanych przepisów (ignorowanie przez banki zaleceń nadzoru), brak przepływu informacji między organami władzy oraz porozumień z zagranicznymi nadzorcami; wszystkie te aspekty są wzmacniane przez obecną również w sektorze finansowym korupcję<sup>475</sup>.

### 4.1.3. Indie

Poważne przeobrażenia systemu finansowego w Indiach rozpoczęły się w 1991 r., jednak do 2001 r. jego rozmiary nie ulegały większym zmianom. Dopiero wraz z przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego na początku obecnego tysiąclecia wartość aktywów finansowych zaczęła szybko rosnąć. W dużym stopniu do zwiększenia rozmiarów systemu przyczyniły się również wdrażane reformy. Najistotniejszymi z nich były:

- w sektorze bankowym: obniżenie wymogów adekwatności kapitałowej, zmniejszenie wymogów dotyczących rezerw gotówkowych i zakupu obligacji skarbowych, częściowe otwarcie rynku dla banków zagranicznych,
- na rynku akcji: powołanie w 1992 r. niezależnego organu nadzorczego i w 1994 r. otwarcie nowej giełdy,
- na rynku obligacji: wprowadzenie mechanizmów handlu obligacjami korporacyjnymi i skarbowymi<sup>476</sup>.

Łączna wartość aktywów indyjskiego sektora finansowego wyniosła na koniec 2010 r. 209% PKB tego kraju<sup>477</sup>. Największą wartość, 93% PKB, miała kapitalizacja rynku akcji, następnie kredyty bankowe (60%<sup>478</sup>) i obligacje skarbowe (44%); aktywa pozostałych segmentów systemu finansowego (m.in. obligacji korporacyjnych) były niewielkie w stosunku do PKB. W podziale na poszczególne kategorie systemu finansowego 44% aktywów stanowiły akcje, 29% kredyty bankowe, 21% obligacje skarbowe, 6% pozostałe.

Wielkość całego systemu finansowego Indii była niższa niż w KWR, gdzie zbliżona jest do 400% PKB, a w krajach najbogatszych nawet przekracza ten poziom (np. w USA), ale jednocześnie wyższa niż w większości innych KSR. Oznacza to, że indyjski system finansowy jest relatywnie dobrze rozwinięty pod względem wielkości. Co więcej, również mechanizmy jego funkcjonowania są oceniane relatywnie wysoko w stosunku do krajów na zbliżonym poziomie rozwoju.

---

<sup>475</sup>Ibid., s. 5-6.

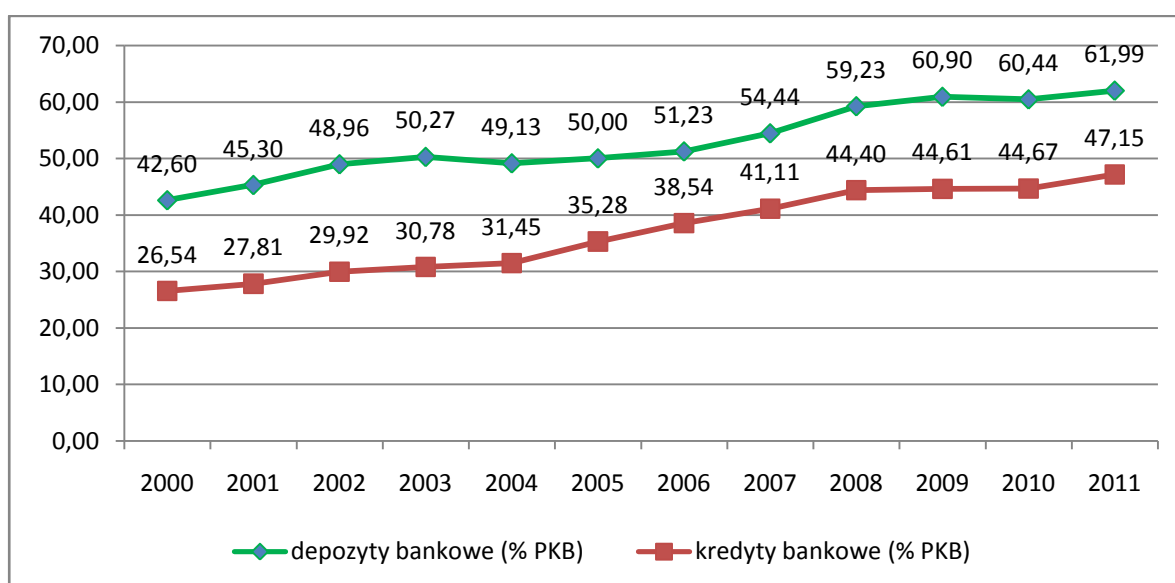
<sup>476</sup>R. Doshi, D. Farrell, E. Greenberg, S. Lund, F. Morin, J. Rosenfeld, *Accelerating India's Growth through Financial System Reform*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2006, s. 26.

<sup>477</sup>S. Lund, J. Piotrowski, C. Roxburgh, op. cit., s. 24.

<sup>478</sup>Szacunki dotyczące wartości kredytów bankowych pochodzące z różnych źródeł są znacząco odmienne, co wynika m.in. z różnic w sposobach ich szacowania, częściowo opartych na niedostępnych publicznie danych. Tego typu problemy nie występują przy kapitalizacji rynku akcji, gdzie wszystkie dane są powszechnie dostępne.

Jeden z najistotniejszych elementów systemu finansowego, sektor bankowy, przez wiele lat podlegał w Indiach ścisłej kontroli państwa. Jeszcze w latach 70. XX w. wszystkie banki indyjskie należały do państwa<sup>479</sup>. Władze państwowe zobowiązały banki do finansowania deficytu budżetowego oraz udzielania na preferencyjnych warunkach kredytów tzw. sektorom priorytetowym. Od 1991 r., w wyniku wspomnianych już wcześniej reform gospodarczych, sektor bankowy uległ pewnym przeobrażeniom i funkcjonuje obecnie na zasadach bardziej zbliżonych do rynkowych, jednak rola państwa jest nadal wyraźnie widoczna – mimo pojawienia się prywatnych banków indyjskich i wejścia instytucji międzynarodowych w 2012 r. nadal ok. 75% aktywów należało do banków państwowych<sup>480</sup>.

**Rys. 4.3. Sektor bankowy w Indiach w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

**Tabela 4.2. Wybrane wskaźniki sektora bankowego w Indiach**

Wskaźnik	Wartość w 2011 r.
Aktywa sektora bankowego/PKB	0,65
Koszty operacyjne banków/Aktywa sektora bankowego	0,02
Aktywa 3 największych banków/ Aktywa sektora bankowego	0,30

Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

Chociaż indyjski sektor bankowy w ciągu ostatnich kilkunastu lat dość wyraźnie się rozwinął pod względem wartości ulokowanych depozytów i udzielonych kredytów w stosunku do PKB (zob. rys. 4.3), to nadal pozostaje relatywnie słabo rozwinięty. Względna wartość udzielonych kredytów bankowych była na poziomie wyższym niż w innych KSR (ale zdecydowanie niższym niż w KWR). Według danych za 2011 r. aktywa sektora bankowego

<sup>479</sup>P. Kozub, op. cit., s. 303.

<sup>480</sup>Report on Trend and Progress of Banking in India 2011-12, Reserve Bank of India, Mumbai 2012, s. 56.

w stosunku do PKB wynosiły w Indiach ok. 65% (tabela 4.2), przy średniej dla KSR 45%. Banki były również dużo bardziej efektywne – wskaźnik kosztów operacyjnych do aktywów wynosił ok. 0,02, przy średniej dla wszystkich KSR ok. 0,04.

Stopień koncentracji indyjskiego sektora bankowego jest stosunkowo niski – 3 największe banki dysponują 30% całości aktywów sektora (wyraźnie poniżej światowej średniej ok. 70%). Jednak nie oznacza to wysokiego poziomu konkurencji, ponieważ większość banków ma wspólnego, państwowego właściciela. Odsetek banków należących do państwa jest w Indiach najwyższy spośród wszystkich głównych gospodarek świata. Obecność państwowych instytucji finansowych oraz wysoki poziom regulacji wywierają negatywny wpływ na efektywność indyjskiego sektora bankowego poprzez kilka kanałów. Po pierwsze, wszystkie indyjskie banki są zobowiązane do utrzymania 25% aktywów w obligacjach skarbowych, co zmniejsza możliwości ekspansji kredytowej (a władzom ułatwia finansowanie deficytu budżetowego)<sup>481</sup>. Po drugie, 40% kredytów musi trafiać do tzw. sektorów priorytetowych, głównie do państwowych przedsiębiorstw lub rolnictwa, przez co dostępność finansowania dla podmiotów prywatnych jest ograniczona<sup>482</sup>. Ponadto, banki państwowe, mimo rosnącego popytu na usługi finansowe, nie udostępniają klientom nowych produktów i nie rozwijają sieci placówek, co jest częściowo wynikiem braku nowoczesnych narzędzi zarządzania ryzykiem. Dodatkowym problemem są kadry zarządcze banków pochodzące z nominacji politycznych.

Indyjskie rynki obligacji skarbowych i korporacyjnych znajdują się na odmiennych poziomach rozwoju. Rynek obligacji skarbowych w odniesieniu do wielkości gospodarki ma dość duże rozmiary (ok. 33% PKB w 2010 r.)<sup>483</sup>, spowodowane koniecznością pozyskiwania przez rządy indyjski środków na sfinansowanie stale wysokich deficytów budżetowych. Segment komercyjny rynku obligacji, mimo przeprowadzanej liberalizacji systemu finansowego, jest niewielki nawet w zestawieniu z innymi KSR – wartość obligacji przedsiębiorstw (finansowych i niefinansowych) znajdujących się w obrocie rynkowym to nieco ponad 5% PKB. Należy przy tym zaznaczyć, że rynek ten zaczął się szybciej rozwijać dopiero od 2006 r., wcześniej wskaźnik kapitalizacji oscylował wokół poziomu 1%; nie zmienia to jednak faktu, że finansowanie poprzez rynek obligacji odgrywało niewielką rolę w indyjskiej gospodarce.

---

<sup>481</sup>R. Doshi, D. Farrell, E. Greenberg, S. Lund, F. Morin, J. Rosenfeld, op. cit., s. 40.

<sup>482</sup>A. Marszk, *Funkcje sektora bankowego w gospodarce: przypadek Indii*, „Ekonomia”, 1(22)/2013, s. 117-124.

<sup>483</sup>T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

Nadzór nad sektorem finansowym w Indiach jest rozproszony pomiędzy kilka oddzielnych organów:

1. Reserve Bank of India (RBI) – indyjski bank centralny; nadzór nad bankami i innymi instytucjami udzielającymi kredytów i pożyczek (np. mikrokredytów),
2. Securities and Exchange Board of India (SEBI) – nadzór nad rynkami kapitałowymi, w tym rynkiem akcji,
3. Pension Fund Regulatory and Development Authority (PFRDA) – nadzór nad funduszami emerytalnymi<sup>484</sup>.

Poza instytucjami wymienionymi powyżej istotną rolę w zapewnianiu stabilności systemu finansowego w Indiach spełniają również główne banki państwowe, fundusz gwarantowania depozytów bankowych oraz ministerstwo finansów. W zestawieniu z większością KSR struktura nadzoru jest mocno rozbudowana i obejmuje wszystkie segmenty systemu finansowego. Wyróżniającym elementem jest ponadto mechanizm ubezpieczenia i gwarancji depozytów, rzadko spotykany w krajach uboższych. Można więc stwierdzić, że pod względem instytucjonalnym indyjski nadzór finansowy jest jednym z najlepiej rozwiniętych wśród KSR, a pod wieloma względami nie odbiega znacząco od nadzoru w KWR<sup>485</sup>. System finansowy w Indiach zachował stabilność nawet podczas kryzysu azjatyckiego pod koniec lat 90. XX w. i w trakcie kryzysu finansowego 2008 r.

#### 4.1.4. Chiny

Chiński system finansowy, mimo głębokich przeobrażeń od momentu rozpoczęcia reform rynkowych pod koniec lat 70. XX w., wciąż pozostaje pod ścisłą kontrolą państwa. Przed 1978 r. niemal cały system składał się z jednego państwowego banku – Ludowego Banku Chin, będącego jednocześnie bankiem centralnym i komercyjnym<sup>486</sup>. Pierwsze reformy zaczęto wprowadzać w sektorze bankowym, do rozwoju systemu finansowego przyczyniła się także liberalizacja zasad zarządzania finansami przedsiębiorstw państwowych oraz rozpoczęcie budowy rynku kapitałowego – jeszcze w latach 80. XX w. zaczęły funkcjonować pierwsze mechanizmy rynku obligacji, a na początku lat 90. rynku akcji<sup>487</sup>.

---

<sup>484</sup>D. Nachane, *India's Financial Sector: The Regulatory and Supervisory Landscape*, "The World Economy", wol. 35, 2012, s. 32.

<sup>485</sup>Potwierdzają to wyniki oceny przeprowadzanej przez Bank Światowy wśród krajów otrzymujących kredyty na preferencyjnych warunkach (znaczący odsetek KSR). W kategorii „struktura i nadzór nad systemem finansowym”, Indie otrzymały 4 punkty na 6 możliwych, czyli (wspólnie z kilkoma innymi państwami) najlepszy wynik. Zob. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

<sup>486</sup>L. Wang, S. Wang, J. Zhang, op. cit., s. 393-412.

<sup>487</sup>P. Kozub, op. cit., s. 301-303.

Istotnym wydarzeniem było także przystąpienie do WTO w 2001 r., wiążące się z pełnym otwarciem rynku usług finansowych (po pięcioletnim okresie przejściowym)<sup>488</sup>.

Wartość aktywów chińskiego systemu finansowego w 2011 r. wyniosła 224% PKB; pod względem aktywów sektor finansowy był w Chinach nieznacznie większy niż w Indiach i Brazylii i jednocześnie znacznie mniejszy niż w KWR<sup>489</sup>. Struktura systemu przez niemal cały okres 1978-2011 była zdominowana przez branżę bankową, stąd uprawnione wydaje się być określanie go jako zorientowanego bankowo, choć w ostatnich latach wzrosło znaczenie rynków kapitałowych<sup>490</sup>. Suma aktywów w 2011 r. to 16,3 bln USD, z tego 3,4 bln USD stanowiła kapitalizacja rynku akcji, 2 bln USD obligacji korporacyjnych, 1,5 bln USD obligacji skarbowych, a wartość udzielonych kredytów bankowych 9,5 bln USD<sup>491</sup>.

W 1984 r. sektor bankowy podzielono na dwa filary i utworzono 4 państwowe banki komercyjne, każdy z odmiennym obszarem specjalizacji („wielka czwórka”)<sup>492</sup>. Do połowy lat 90. XX w. konkurencja pomiędzy tymi czterema instytucjami miała miejsce na niewielką skalę. Największe znaczenie miało pojawienie się nowych banków (kontrolowanych przez władze, ale w formie spółek) oraz innych typów instytucji finansowych, takich jak miejskie i wiejskie kasy pożyczkowe oraz firmy leasingowe. Wśród innych zmian w sektorze banków komercyjnych po 1994 r. należy wymienić powstanie pierwszego banku prywatnego w 1996 r., utworzenie Chińskiej Komisji Nadzoru Bankowego (ang. China Banking Regulatory Commission – CBRC) w 2003 r.<sup>493</sup> oraz pierwszego biura informacji kredytowej w 2006 r.<sup>494</sup>

Łączne aktywa sektora bankowego w Chinach na koniec drugiego kwartału 2012 r. wyniosły (według oficjalnego kursu) ok. 21 bln USD<sup>495</sup>. Obecnie ten segment systemu finansowego można podzielić na kilka części. Pierwsza i jednocześnie najważniejsza z nich to „wielka piątka” (4 wspomniane wcześniej razem z Bank of Communications). Drugą, najszybciej rozwijającą się, są banki będące spółkami, niemal w całości również kontrolowane przez władze. Trzecia grupa to miejskie banki komercyjne, które, w

<sup>488</sup>W. Hangbo, *Chiny a otwarcie rynku finansowego*, [w:] *Chiny w globalnym świecie*, Fundacja Innowacja i Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna, Warszawa 2008, s. 284-286.

<sup>489</sup>Obliczenia własne na podstawie T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.; P. Kozub, op. cit., s. 302.

<sup>490</sup>Ze względu na strukturę właścicielską jeszcze dokładniejszym terminem jest system kontrolowany przez banki państwowe (ang. *state-owned banking system*). Zob. K. Glinka, op. cit., s. 51.

<sup>491</sup>R. Dobbs, N. Leung, S. Lund, *China's rising stature in global finance*, „McKinsey Quarterly”, July 2013.

<sup>492</sup>Nazwy banków w języku angielskim (w nawiasie skrót nazwy i obszar specjalizacji): Bank of China (BOC; rynek walutowy, finansowanie handlu zagranicznego), Industrial and Commercial Bank of China (ICBC; finansowanie handlu i przemysłu w miastach), China Construction Bank (CCB; budownictwo i inwestycje infrastrukturalne) oraz Agricultural Bank of China (ABC; kredyty i finansowanie rozwoju obszarów wiejskich). Zob. L. Wang, S. Wang, J. Zhang, op. cit., s. 396.

<sup>493</sup>L. Wang, S. Wang, J. Zhang, op. cit., s. 396-398.

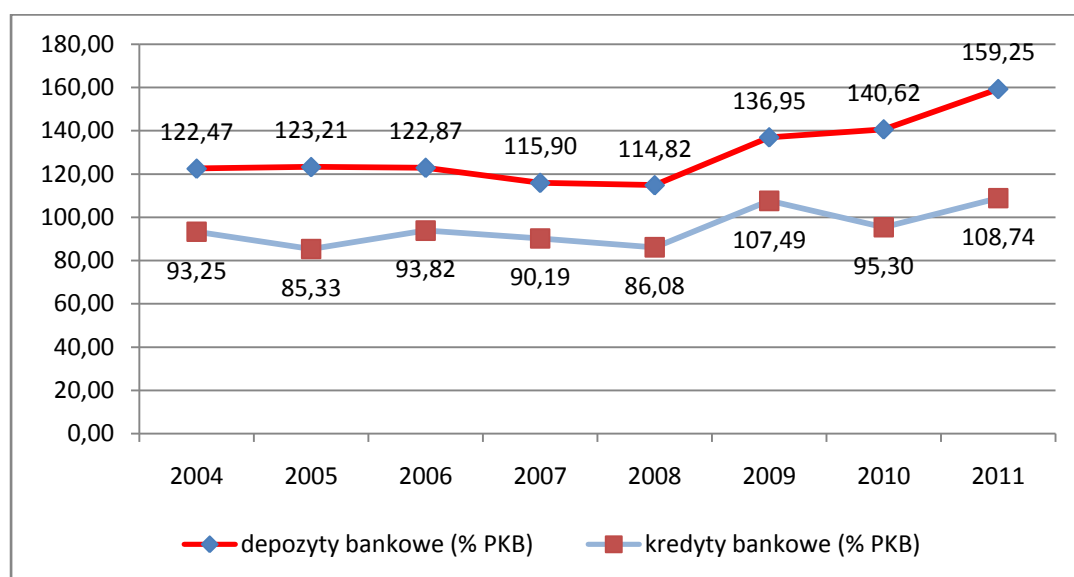
<sup>494</sup>P. Kozub, op. cit., s. 302.

<sup>495</sup>*Total Assets & Total Liabilities of the Banking institutions as of Q3-2012*, China Banking Regulatory Commission, <http://www.cbrc.gov.cn/showStatistics.do>, data dostępu: 22.07.2013 r.

przeciwieństwie do grupy drugiej, działają jedynie na terenie miasta-założyciela<sup>496</sup>. Pozostałe kategorie banków komercyjnych to m.in. wiejskie banki spółdzielcze, kasy kredytowe, bank pocztowy i filie banków zagranicznych. Globalne grupy bankowe próbują zwiększyć swoją obecność w Chinach, jednak ich rola jest wciąż marginalna.

Zgodnie z danymi MFW<sup>497</sup> aktywność kredytowa banków chińskich od 2004 r. nie uległa poważnym zmianom (zob. rys. 4.4), choć widoczne są dwa lata wyraźnych wzrostów – w 2009 i 2011 r., kiedy rząd starał się pobudzić gospodarkę poprzez pakiet stymulacyjny. Od 2009 r. silnie wzrosła wartość depozytów, co związane jest przede wszystkim z utrzymaniem wysokiej dynamiki wzrostu PKB przy pogorszeniu koniunktury na rynku kapitałowym. Łączna wielkość depozytów i kredytów (w stosunku do PKB) jest w Chinach na poziomie zbliżonym do średniej w KWR, zaś depozyty bankowe (wyrażone w bieżących USD) są największe na świecie (większe niż w USA).

**Rys. 4.4. Sektor bankowy w Chinach w latach 2004-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. 2012 *Financial Access Survey*, International Monetary Fund, <http://fas.imf.org/>, data dostępu: 23.07.2013.

Jedną z najistotniejszych cech chińskiego sektora finansowego jest wysoki udział banków kontrolowanych przez państwo. Banki finansują przede wszystkim przedsiębiorstwa państwowe, często powiązane kapitałowo, a decyzje o udzieleniu kredytu podejmowane są

<sup>496</sup> J.-C. Maswana, *China's Financial Development and Economic Growth: Exploring the Contradictions*, "Journal of Chinese Economics and Finance", nr 3, 2011, s. 15-27.

<sup>497</sup> Ocena rzeczywistej skali działalności banków chińskich jest utrudniona przez brak spójności danych pochodzących z różnych źródeł wynikającej z nieprzejrzystości funkcjonowania tych instytucji (podobnie jak niemal wszystkich innych chińskich przedsiębiorstw). Przykładowo, zgodnie ze statystykami Banku Światowego w 2011 r. wartość udzielonych kredytów to 122% PKB, a depozytów 50% PKB – druga z wymienionych wielkości świadczy albo o błędach obliczeniowych albo o fałszowaniu oficjalnych statystyk przez chińskie organy, gdyż zgodnie z prawem banki nie mogą udzielać kredytów wartych więcej niż 75% depozytów. Zob. W. Hangbo, op. cit., s. 286-287.

przez organy polityczne – skutkiem tego jest z jednej strony nieefektywna alokacja oszczędności w gospodarce, a z drugiej utrudniony dostęp do finansowania dla podmiotów prywatnych tj. najszybciej rozwijającego się i najnowocześniejszego chińskiego sektora<sup>498</sup>. Pozytywnie należy ocenić zaostrzenie standardów kredytowych i wprowadzenie skuteczniejszych metod zarządzania bankami, dzięki czemu odsetek kredytów zagrożonych zmalał z ok. 20% w 2003 r. do mniej niż 1% w 2012 r.; stopniowo zmniejsza się też udział kredytów dla dużych przedsiębiorstw państwowych na rzecz małych i średnich prywatnych<sup>499</sup>.

Chiński rynek obligacji zaczął szybko się rozwijać od ok. 2003 r. Początkowo przeważały emisje obligacji skarbowych, których wartość zmniejszyła się jednak po 2009 r., wzrosła zaś wyraźnie obligacji korporacyjnych i w 2011 r. ta część rynku przewyższyła kapitalizacją segment dłużnych papierów rządowych (23,1% wobec 22,4% PKB)<sup>500</sup>. Relatywne rozmiary rynku obligacji w części korporacyjnej są niewielkie w porównaniu z KWR (podstawową przyczyną jest wysoka wartość depozytów i niskie potrzeby finansowania instytucji finansowych w drodze emisji obligacji<sup>501</sup>), ale należą do największych w gronie KSR.

Najważniejszymi organami sprawującymi nadzór nad chińskim systemem finansowym są<sup>502</sup>:

- Ludowy Bank Chin – obecnie prowadzi politykę pieniężną, przed utworzeniem pozostałych organów kontrolował całość sektora finansowego,
- Chińska Komisja Nadzoru Bankowego (CBRC) – nadzór nad bankami oraz innymi instytucjami kredytowymi, zarządzającymi aktywami i funduszami inwestycyjnymi,
- Chińska Komisja Papierów Wartościowych (ang. China Securities Regulatory Commission, w skrócie CSRC) – nadzór nad rynkiem kapitałowym,
- Narodowa Komisja Rozwoju i Reform (ang. National Development and Reform Commission, w skrócie NDRC) – ustalanie wytycznych polityki gospodarczej, w tym dotyczących sektora finansowego.

---

<sup>498</sup>K. Glinka, op. cit., s. 52; P. Kozub, op. cit., s. 302; D. Farrell, S. Lund, *A Tale of Two Financial Systems: A Comparison of China and India*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2006, s. 6-8.

<sup>499</sup>Jest to również jeden z elementów polityki „schładzania” gospodarki mający na celu np. zahamowanie wzrostu cen nieruchomości. Ograniczenie finansowania ze strony banków chińskich starają się wykorzystywać globalne banki zagraniczne m.in. oferując chińskim przedsiębiorstwom kredyty na rynkach zagranicznych. Zob. *World Development Indicators 2012*, op. cit; H. Liao, E. Pitsilis, J. Xu, *A new direction in Chinese banking*, „McKinsey Quarterly”, July 2013; C. Koons, *Azjaci wkraczają do Ameryki*, „Rzeczpospolita”, 5.07.2013, s. B5.

<sup>500</sup>T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.

<sup>501</sup>Dowodem na to jest także słabo rozwinięty rynek międzybankowy.

<sup>502</sup>J.-C. Maswana, op. cit., s. 8.



Według oceny MFW z 2011 r. chiński nadzór finansowy został znacząco poprawiony w stosunku do sytuacji sprzed kilkunastu lat, jednak nadal wymaga pewnych udoskonaleń<sup>503</sup>. Największe chińskie banki zostały ocenione jako wystarczająco wyposażone w kapitał i odporne na pojedyncze wydarzenia kryzysowe<sup>504</sup>. Najpoważniejszymi zagrożeniami dla stabilności systemu finansowego są nadmierny wzrost akcji kredytowej, rozrost kredytów poza formalnym sektorem bankowych i bańka cenowa na rynku nieruchomości. W obecnej strukturze nadzór finansowy w zbyt dużym stopniu zależny jest od władz (dotyczy to także banku centralnego), powinna zostać zwiększona jego autonomiczność, zakres uprawnień oraz przejrzystość działania (obejmująca transparentność publikowanych danych).

## 4.2. Charakterystyka rynków akcji w krajach BRIC

Istotną częścią systemu finansowego jest rynek akcji, jeden z segmentów rynku kapitałowego, którego funkcje w gospodarce omówiono w rozdziale drugim. W rozdziale pierwszym przedstawiona została ogólna charakterystyka rynków akcji w KSR, w tej zaś części pracy zostaną opisane rynki akcji w czterech państwach BRIC. W związku z tym, że brak odpowiednich danych, pominięty zostanie niepubliczny rynek akcji i analiza poziomu rozwoju obejmie wyłącznie rynek publiczny, na którym szczególnie ważne miejsce zajmują giełdy papierów wartościowych.

### 4.2.1. Brazylia

Początki rozwoju rynku akcji w Brazylii datuje się na koniec XVIII w. i początek XIX w. – pierwsze wzmianki o publicznych obrotach akcjami pochodzą z 1790 r.<sup>505</sup> Za moment powstania podstaw współczesnego systemu finansowego można uznać założenie w 1808 r. Banco do Brasil oraz pierwszych giełd papierów wartościowych – w Salvador da Bahia i Rio de Janeiro (lata 20. XIX w.)<sup>506</sup>. W 1890 r. powstała pierwsza państwowa giełda w São Paulo (port. Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA)<sup>507</sup> i uchwalono pierwsze przepisy w

---

<sup>503</sup> *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2011, s. 7-10.

<sup>504</sup> Co warte podkreślenia, przedstawiciele MFW zastrzegają, że ich ocena może być obarczona błędem w związku z brakiem części danych oraz odmową udzielenia niektórych informacji przez banki i nadzór.

<sup>505</sup> F. Fabozzi, J. Tucker, *The Brazilian stock exchange from origin to the entry of foreign capital*, "The Developing Economies", wol. 15, 1977, s. 92-108.

<sup>506</sup> *Ibid.*, s. 95-97.

<sup>507</sup> W tamtym okresie giełda w São Paulo nie miała instytucjonalnych ram działania, stąd nazwa BOVESPA, używana do dzisiaj, została wprowadzana dopiero po zmianach regulacyjnych w 1967 r. Zob. A. Clemente, R. Espejo, M. Taffarel, op. cit., s. 226.

zakresie działania giełd papierów wartościowych. W kolejnych dziesięcioleciach brak większych zmian na brazylijskim rynku akcji, a jego rola gospodarcza była minimalna.

Istotne zmiany na rynku akcji miały miejsce po przewrocie wojskowym w 1964 r. i utworzeniu CMN oraz wprowadzeniu przepisów zwiększających możliwości pozyskiwania finansowania poprzez emisję akcji<sup>508</sup>. Nowe regulacje wraz z wysokim tempem wzrostu gospodarczego doprowadziły na początku lat 70. XX w. do zwiększonego zainteresowania inwestycjami na rynku akcji. Liczba dostępnych papierów wartościowych była jednak zdecydowanie niższa od zgłaszanego popytu, napędzanego pojawieniem się wolnych zasobów kapitału w wyniku reform podatkowych – spowodowało to gwałtowny wzrost kursów indeksów, mający charakter typowo spekulacyjny i ostatecznie pęknięcie bańki spekulacyjnej w 1971 r.<sup>509</sup> Utworzenie pod koniec lat 70. XX w. osobnego nadzoru nad rynkiem akcji i wprowadzenie w latach 80. przepisów zwiększających obowiązki i zakres odpowiedzialności pośredników finansowych nie spowodowało ożywienia na rynku akcji. Podstawowymi barierami w rozwoju były częste przypadki uzyskiwania korzyści przez większościowych akcjonariuszy kosztem udziałowców mniejszościowych oraz utrzymującą się wysoka stopa inflacji<sup>510</sup>. Oba problemy zostały w dużym stopniu rozwiązane w drugiej połowie lat 90. XX w. i na początku XXI w. wraz z realizacją Planu Real i umocnieniem pozycji CVM.

W przeszłości w Brazylii działało jednocześnie kilka giełd, ale w wyniku procesu integracji obrotów akcjami w 2000 r. wszystkie giełdy regionalne (poza giełdą w Rio de Janeiro, którą dołączono w 2002 r.) zostały połączone w jeden krajowy rynek w ramach BOVESPA, co oznacza, że struktura rynku zbliżona jest do dominującej w większości państw świata<sup>511</sup>. Po restrukturyzacji w 2007 r. zmieniła się struktura własnościowa BOVESPA – przeprowadzono publiczną emisję akcji, a w 2008 r. po połączeniu z giełdą kontraktów terminowych utworzono BM&F BOVESPA<sup>512</sup>.

Inne istotne zmiany wprowadzone na giełdzie BOVESPA i w jej otoczeniu na początku XXI w. to uruchomienie w 2000 r. systemu obrotów Novo Mercado i rozpoczęcie tym samym procesu podziału rynku akcji na segmenty ze spółkami o różnym poziomie spełniania zasad ładu korporacyjnego, wdrożenie bardziej efektywnego mechanizmu

---

<sup>508</sup>Ibid., s. 98.

<sup>509</sup>M. Garcia, *The Financial System and the Brazilian Economy During the Great Crisis of 2008*, Brazilian Financial and Capital Markets Association, Rio de Janeiro 2011, s. 49.

<sup>510</sup>Ibid., s. 50.

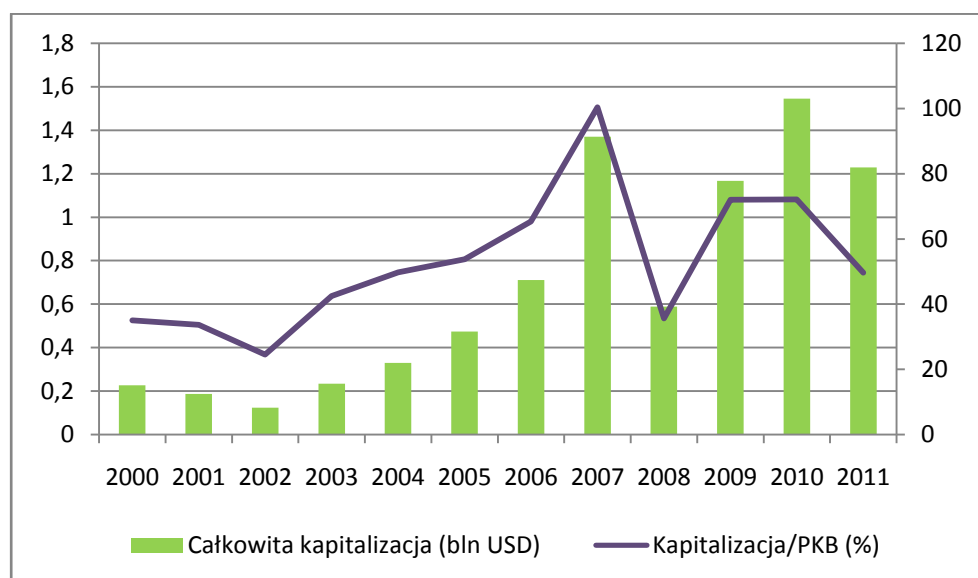
<sup>511</sup>A. Clemente, R. Espejo, M. Taffarel, op. cit., s. 226.

<sup>512</sup>Ibid.

rozliczania transakcji w 2002 r., dynamiczny rozwój funduszy emerytalnych, otwarcie na inwestorów zagranicznych (przede wszystkim poprzez obniżkę stawek podatkowych)<sup>513</sup>.

Rozmiary brazylijskiego rynku akcji przez rozpoczęciem reform stabilizujących poziom cen były minimalne, zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i względnym. Dopiero na początku lat 90. XX w. wraz z wprowadzeniem kolejnych planów rządowych rynek zaczął wyraźnie się rozwijać. Jeszcze w 1990 r. łączna kapitalizacja spółek notowanych na brazylijskich giełdach wynosiła 16,4 mld USD, czyli jedynie 3,55% PKB. Cztery lata później, tj. na koniec 1994 r., zwiększyła się do 189 mld USD (34,6% PKB), a w wyniku spadku cen akcji po kryzysie meksykańskim w 1995 r. spadła do nieco ponad 19% PKB. Kolejne kilka lat to okres znaczących wahań kursów, ale ostatecznie zwiększenia się rozmiaru rynku akcji – w 1999 r. został osiągnięty poziom 228 mld USD, czyli 38,8% ówczesnego PKB. Rozwój rynku akcji w tamtym czasie był głównie skutkiem korzystnej sytuacji makroekonomicznej i stopniowo wprowadzanych zmian otoczenia regulacyjnego rynku.

**Rys. 4.5. Kapitalizacja rynku akcji w Brazylii w latach 2000-2011**



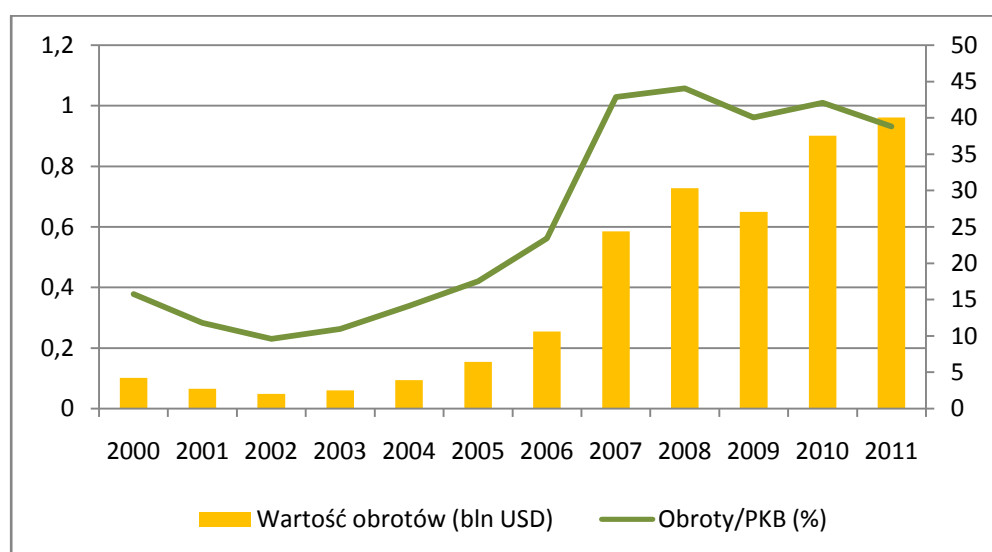
Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

W latach 2000-2001 kapitalizacja giełd brazylijskich nie ulegała większym zmianom (zob. rys. 4.5), co oznacza, że rynek akcji w tym kraju ominął w dużym stopniu nadmierny wzrost cen aktywów podczas bańki internetowej. W latach 2002-2007 brazylijski rynek akcji rozwijał się (pod względem wielkości) w najszybszym tempie w historii. Łączna kapitalizacja wzrosła do 1,37 bln USD (w stosunku do PKB z 25% do 100% - najwyższa wartość odnotowana od początku funkcjonowania rynku akcji w Brazylii do końca 2011 r.). Następny rok przyniósł gwałtowne załamanie kursów indeksów (skutek światowego kryzysu

<sup>513</sup>E. Dos Santos, *Brazil on the global finance map: an analysis of the development of the Brazilian capital market*, "BBVA Working Papers", wol. 35, nr 11, 2011, s. 6-8.

finansowego), ale już w latach 2009-2010 rynek ponownie szybko rósł, wartość notowanych spółek wyniosła w 2010 r. rekordowe 1,55 bln USD. W 2011 r. kapitalizacja zmalała w ujęciu bezwzględnym i względnym, przy czym w drugim aspekcie spadek oznaczał cofnięcie w poziomie rozwoju do poziomu sprzed 2004 r. Pod względem łącznej kapitalizacji (wyrażonej w bieżących dolarach amerykańskich) Brazylia zajmowała w 2011 r. 7. miejsce na świecie (przed m.in. Niemcami i Hiszpanią); wśród krajów BRIC wyżej znajdowały się jedynie Chiny, gdzie kapitalizacja była ok. 3,5 razy wyższa<sup>514</sup>.

**Rys. 4.6. Obroty na rynku akcji w Brazylii w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Zmiany zachodzące w drugim aspekcie poziomu rozwoju rynku akcji, tj. płynności mierzonej bezwzględną i względną wartością obrotów, były częściowo zbliżone do przemian w aspekcie wielkości. Między 1990 a 1994 r. obroty wzrosły z 1,21% do 20,05% PKB. Szczytowa wartość obrotów w XX w. została osiągnięta w 1997 r., co wynikało z rosnącego zainteresowania rynkiem akcji ze strony inwestorów. Kryzys walutowy doprowadził do wycofania się znaczącego odsetka inwestorów zagranicznych, którzy powrócili chwilowo w trakcie narastania bańki internetowej, doprowadzając do zwiększenia obrotów do 101 mld USD (15,71% PKB) w 2000 r. (zob. rys. 4.6). Od 2003 r. poprawa płynności była związana z jednej strony z wysokim tempem wzrostu gospodarczego i napływem kapitału na rynki akcji, a z drugiej strony ze zmianami zachodzącymi na rynku (m.in. konsolidacją giełd i poprawą efektywności nadzoru). Mimo wspomnianego powyżej załamania cen akcji w 2008 r. obroty wzrosły (nie należy jednak tego oceniać w pełni pozytywnie, gdyż celem dużej części transakcji było zamykanie posiadanych pozycji inwestycyjnych). W okresie 2010-2011 obroty w ujęciu relatywnym były na stabilnym poziomie ok. 40% PKB, do czego przyczyniło

<sup>514</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

się w znacznej mierze powstanie skonsolidowanej giełdy i możliwość handlu różnymi wzajemnie powiązаныmi instrumentami finansowymi (np. akcjami i opcjami na akcje) w ramach jednej instytucji (korzyści w zakresie czasu i kosztów transakcji).

Przedstawione powyżej dane wskazują na to, że brazylijski rynek akcji osiągnął zdecydowanie wyższy poziom rozwoju w aspekcie płynności niż jeszcze kilkanaście lat wcześniej. Całkowite obroty akcjami w 2011 r. osiągnęły rekordową wartość 961 mld USD, co dało Brazylii 12. miejsce na świecie (niższe niż pod względem kapitalizacji, ale również w światowej czołówce). Biorąc pod uwagę względne obroty Brazylii wypada niekorzystnie na tle innych KSR (39% wobec 69%).

Zestawiając wielkość obrotów z kapitalizacją giełd, można uzyskać wskaźnik (nazywany współczynnikiem obrotu) służący do określania (w uproszczeniu) charakteru transakcji – do pewnego stopnia rosnąca wartość wskaźnika oznacza rozwój rynku, jednak zbyt wysoki poziom (powyżej 2) oznacza nadmierny udział operacji spekulacyjnych, czyli mających negatywny wpływ na poziom rozwoju rynku akcji i zaburzających zdolność do wypełniania podstawowych funkcji makroekonomicznych<sup>515</sup>. W całym okresie, za który dostępne są dane dotyczące rynku brazylijskiego, współczynnik obrotu znajdował się na poziomie zdecydowanie poniżej 2; w ostatnich latach najwyższa wartość to 1,24 w 2008 r., co oznacza, że nie doszło do powstania bańki spekulacyjnej. W latach 2000-2011 współczynnik obrotu zwiększył się z 0,44 do 0,69, co należy ocenić pozytywnie, jednak wciąż był niższy niż średnia dla wszystkich KSR (wynosząca ok. 1)<sup>516</sup>.

W 2011 r. liczba spółek notowanych na giełdzie brazylijskiej wynosiła 366, czyli niemal 100 mniej niż w 2000 r. (zob. rys. 4.7). Zmniejszanie się liczby spółek giełdowych oznaczało kontynuację trendu z lat 90. XX w. – w 1990 r. na giełdach (wówczas jeszcze kilku) notowano 581 spółek. Spadek spowodowany był przede wszystkim zmianami w zakresie nadzoru nad rynkami kapitałowymi i zwiększaniem wymogów dotyczących m.in. publikacji sprawozdań finansowych. Z giełdy wycofywane były przede wszystkim akcje małych przedsiębiorstw, zaś spółki wchodzące na rynek były zdecydowanie większe (przykładem mogą być przedsiębiorstwa prywatyzowane poprzez giełdę pod koniec lat 90. XX w.). Wzrost liczby spółek giełdowych w latach 2005-2008 był dość krótkotrwały, gdyż w 2011 r. liczba notowanych spółek w ujęciu względnym ponownie spadła. Dane te wskazują na

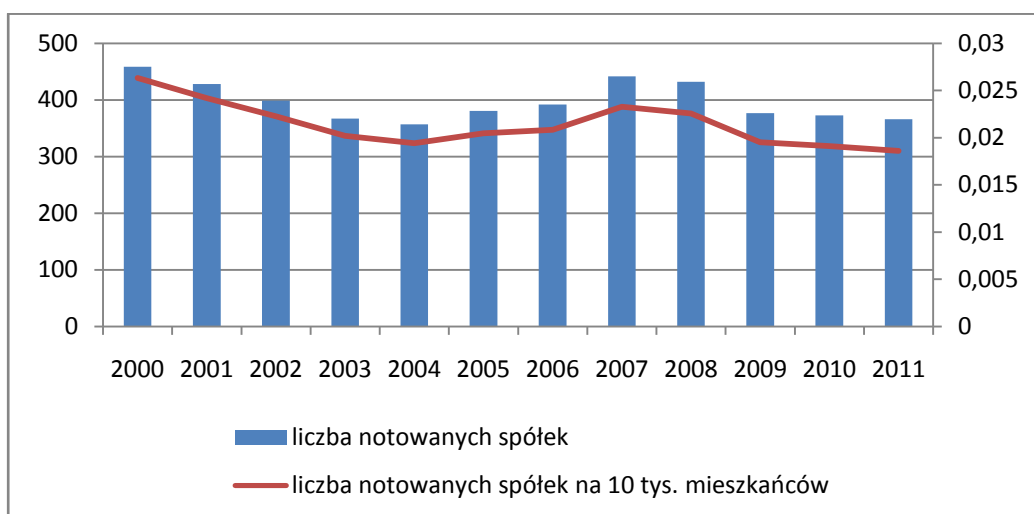
---

<sup>515</sup>R. Doshi, D. Farrell, E. Greenberg, S. Lund, F. Morin, J. Rosenfeld, op. cit., s. 35.

<sup>516</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

wykorzystywanie finansowania w drodze giełdowej emisji akcji przez relatywnie niewielką liczbę dużych przedsiębiorstw<sup>517</sup>.

**Rys. 4.7. Liczba notowanych spółek krajowych w Brazylii w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Istotną cechą brazylijskiego rynku akcji jest wysoki stopień koncentracji rynku w ujęciu podmiotowym (liczba spółek) oraz sektorowym. W 2011 r. ponad 50% kapitalizacji i obrotów obejmowało 10 czołowych spółek, co było wartością zdecydowanie wyższą niż na najbardziej rozwiniętych rynkach akcji (gdzie mieści się zazwyczaj w przedziale 20-30%)<sup>518</sup>. Podobnie wysoki stopień koncentracji dotyczy handlu akcjami – przedmiotem ponad 70% obrotów w 2011 r. były papiery wartościowe 24 spółek. Za ponad 1/3 wartości obrotów odpowiadały następujące spółki: Petrobras (16,1%; wydobywanie ropy i gazu), Vale do Rio Doce (13,1%; górnictwo) oraz trzy banki (8,5%) – Bradesco, Itau i największy w kraju Banco do Brasil. Dwie pierwsze z wymienionych spółek zaliczane są do sektora surowcowego, który razem z produkcją i dystrybucją energii elektrycznej ma wysoki udział w kapitalizacji, obrotach oraz stanowi dużą część głównych indeksów giełdowych. Oznacza to, że brazylijski rynek akcji jest narażony na znaczące spadki cen akcji oraz wahania kapitalizacji i płynności w sytuacji gwałtownych zmian cen surowców na światowych rynkach. Ponadto, spółki z branż przemysłowych (w tym z sektora wysokich technologii) stanowią bardzo niski odsetek kapitalizacji, wynoszący ok. 2% (dla porównania w Chinach i Indiach 25-30%).

Poza nadmiernym poziomem koncentracji w skali całego rynku, wpływającym niekorzystnie na realizację jego funkcji, ważnym aspektem jest również wysoki udział pojedynczych inwestorów w strukturze akcjonariatu. Według szacunków brazylijskie spółki giełdowe są zazwyczaj kontrolowane przez trzech największych akcjonariuszy; z 24 spółek,

<sup>517</sup>J. Park, op. cit., s. 5.

<sup>518</sup>Ibid.

których kapitalizacja stanowiła minimum 1% całkowitej kapitalizacji BOVESPA, na koniec 2011 r. 15 było kontrolowanych przez jednego największego akcjonariusza (nierzadko był nim Skarb Państwa lub podmioty podporządkowane, przykładem takich spółek są Petrobras i Banco do Brasil), a 3 przez dwóch największych<sup>519</sup>. Silna pozycja kilku akcjonariuszy zmniejsza zainteresowanie nabywaniem mniejszościowych pakietów akcji (ma więc negatywny wpływ na wycenę akcji oraz wielkość obrotów) z powodu występowania ryzyka podejmowania decyzji korzystnych wyłącznie dla akcjonariuszy większościowych. Przykładem tego typu działań, obecnie rzadszych, ale w latach 80. i 90. XX w. odbywających się na szeroką skalę, było tzw. „tunelowanie”, przybierające często formę transferu aktywów ze spółki do innych przedsiębiorstw (z korzyścią dla głównych udziałowców)<sup>520</sup>.

Głównymi uczestnikami obrotów na giełdzie BOVESPA są inwestorzy instytucjonalni (ok. 80% wartości handlu), rola inwestorów indywidualnych jest dużo mniejsza (ok. 20% transakcji)<sup>521</sup>. Należy zauważyć wysoki odsetek transakcji realizowanych przez inwestorów zagranicznych, których udział w obrotach wynosił 37% (pierwsza pozycja); byli także najaktywniejszą grupą w zakresie nabywania akcji z pierwotnych emisji (niecałe 69%). Większość inwestorów zagranicznych stanowią europejskie i amerykańskie instytucje finansowe. Z jednej strony, wskutek dużego zainteresowania ze strony podmiotów zagranicznych możliwe stało się zwiększenie podaży kapitału dostępnego dla przedsiębiorstw brazylijskich oraz poprawienie płynności. Z drugiej zaś strony, sytuacja na giełdzie stała się w większym stopniu zależna od wydarzeń gospodarczych i politycznych w KWR – przykładem może być całkowite wstrzymanie emisji akcji w sierpniu i wrześniu 2011 r., czyli podczas natężenia kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. O istotnej roli inwestorów zagranicznych świadczy również to, że posiadają ok. 30% akcji spółek giełdowych w Brazylii.

Główną grupą wśród inwestorów krajowych są fundusze inwestycyjne, z udziałem w obrotach wynoszącym 34%<sup>522</sup>. Brazylijski rynek funduszy inwestycyjnych pod względem wartości aktywów jest największy w Ameryce Łacińskiej, a w stosunku do PKB należy do światowej czołówki (ok. 45% PKB, czyli więcej niż np. w Wielkiej Brytanii). Jednak znaczenie funduszy dla rozwoju i funkcjonowania rynku akcji jest ograniczone poprzez strukturę portfela inwestycyjnego, który składa się przede wszystkim z obligacji skarbowych z krótkim terminem zapadalności zapewniających wysoką płynność (udział akcji to ok. 15%).

---

<sup>519</sup>Dane za 2011 r. Zob. A. Clemente, R. Espejo, M. Taffarel, op. cit., s. 231.

<sup>520</sup>M. Garcia, op. cit., s. 49.

<sup>521</sup>J. Park, op. cit., s. 7.

<sup>522</sup>Ibid., s. 16.

Przypadek funduszy emerytalnych jest zbliżony – dominują inwestycje w obligacje indeksowane (stopą inflacji).

Jak już wcześniej wspomniano, inwestorzy indywidualni mają mniejszy udział w obrotach niż instytucjonalni, jednak na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat ich aktywność stopniowo wzrasta, co oznacza, że coraz szersze rzesze ludności mają wystarczające środki i chęć inwestować swoje oszczędności na rynku akcji. Innym istotnym procesem jest malejący (z 40% w 2000 r. do 7% w 2011 r.) udział banków w handlu akcjami<sup>523</sup>. Zmiana ta wynika z rozwoju rynku i przemian zachodzących w gospodarce (zwłaszcza w wyniku Planu Real) – jeszcze na początku lat 90. XX w. banki i powiązane instytucje były niemal jedynymi (poza inwestorami zagranicznymi) uczestnikami obrotów. W miarę poprawy otoczenia regulacyjnego i wzrostu płynności zwiększyła się obecność pozostałych inwestorów. Banki nadal są jednak właścicielami większości funduszy inwestycyjnych i prywatnych emerytalnych (odpowiadają także za zarządzanie ich aktywami) oraz udziałowcami BOVESPA.

Od połowy lat 90. XX w. brazylijski rynek akcji przeszedł poważne zmiany strukturalne, których efekty widoczne są w wyraźnie wyższej kapitalizacji i obrotach. Handel akcjami na BOVESPA odbywa się od 1997 r. poprzez elektroniczny system obrotu (Mega Bolsa) oparty na rozwiązaniach stosowanych przez giełdę Euronext<sup>524</sup>. W 2004 r. inwestorzy zyskali dostęp do pierwszego na brazylijskiej giełdzie ETF (ang. *exchange traded fund*) ułatwiającego budowę portfela o profilu zbliżonym do indeksu szerokiego rynku.

Jedną z najważniejszych reform brazylijskiego rynku akcji było uruchomienie w 2000 r. Novo Mercado, wyodrębnionej części systemu obrotu giełdy BOVESPA, z wyższymi niż wcześniej wymogami dotyczącymi wprowadzania akcji do publicznego handlu. Była to reakcja na skandale wynikające z braku dostatecznych informacji lub ich fałszowania oraz próba zrównania brazylijskich standardów handlu akcjami z międzynarodowymi. Obecnie giełda BOVESPA podzielona jest w zakresie obrotów akcjami na cztery części: wzmiankowane Novo Mercado, Poziom 2, Poziom 1 i Rynek Tradycyjny (segmenty przedstawione w kolejności odpowiadającej malejącym wymogom ładu korporacyjnego). Różnice pomiędzy trzema pierwszymi wymienionymi segmentami są stosunkowo niewielkie, wymogi stawiane spółkom obejmują m.in. utrzymywanie min. 25% akcji w publicznym

---

<sup>523</sup>Ibid.

<sup>524</sup>São Paulo Stock Exchange and the Brazilian Capital Market, BOVESPA, São Paulo 2008, s. 6-11.



obrocie, emitowanie wyłącznie akcji zwykłych (na Novo Mercado)<sup>525</sup>, przygotowywanie sprawozdań finansowych zgodnie ze standardami międzynarodowymi lub amerykańskimi. Rynek Tradycyjny przeznaczony jest dla akcji spółek dopuszczonych do obrotu, ale niespełniających dodatkowych wymogów.

Zainteresowanie brazylijskich spółek nowymi segmentami było i jest wysokie – według ostatnich dostępnych danych (za 2008 r.) spółki z tej części rynku stanowiły ponad 60% całkowitej kapitalizacji<sup>526</sup>. W wyniku wprowadzanych zmian brazylijski rynek akcji w aspekcie ładu korporacyjnego należy do najwyżej rozwiniętych na świecie i w przeciwieństwie do wielu innych krajów segmenty BOVESPA z wyższymi wymogami regulacyjnymi stały się istotną częścią giełdy, a nie pozostały jedynie koncepcjami zapisanymi w oficjalnych dokumentach<sup>527</sup>. Korzyści z tego powodu osiągają równocześnie akcjonariusze (zmniejszenie postrzeganego poziomu ryzyka inwestycji wskutek uzyskania poszerzonych praw i gwarancji oraz zmniejszenia asymetrii informacji) i spółki (niższy poziom ryzyka oznacza obniżenie kosztu pozyskania kapitału poprzez emisję akcji).

Nadzór nad brazylijskim rynkiem akcji sprawuje CVM<sup>528</sup>, organ utworzony na podstawie Ustawy o rynku papierów wartościowych z 1976 r. (po jednym z największych kryzysów giełdowych w historii Brazylii), zgodnie z którą komisja uzyskała uprawnienia nadzorcze obejmujące wszystkich uczestników i usługi rynku akcji, rynki pozagiełdowe, spółki giełdowe, inwestorów i maklerów, wraz z możliwością prowadzenia działań wyjaśniających i nakładania kar<sup>529</sup>.

W odpowiedzi na rosnącą aktywność na brazylijskich giełdach w latach 90. XX w. konieczne okazało się wprowadzenie zmian w przestarzałej strukturze nadzoru. W 1998 i 1999 r. zaostrzono przepisy dotyczące nielegalnych transakcji kapitałowych. Brazylijski system nadzoru giełdowego został całościowo zreformowany w 2001 r. w wyniku uchwalenia głównego obecnie aktu regulującego nadzór giełdowy, dającego CVM szersze uprawnienia nadzorcze (dołączono nadzór nad wszystkimi funduszami inwestycyjnymi, rynkami instrumentów pochodnych i giełdami surowcowymi), wprowadzającego kadencyjność kierownictwa komisji (zmniejszenie wpływu polityków); dodatkowo manipulacja cenami

---

<sup>525</sup> Podstawowym powodem wprowadzenia takiego zapisu była struktura właścicielska wielu spółek, kontrolowanych przez rodziny założycieli posiadające mniejszościowe udziały, które dawały jednak pełnię kontroli nad przedsiębiorstwem.

<sup>526</sup> *São Paulo Stock Exchange and the Brazilian Capital Market*, op. cit., s. 16.

<sup>527</sup> Przykłady krajów, w których tego typu plany się nie powiodły to Turcja i Rumunia. Zob. A. Clemente, R. Espejo, M. Taffarel, op. cit., s. 234.

<sup>528</sup> Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>529</sup> *São Paulo Stock Exchange and the Brazilian Capital Market*, op. cit., s. 4.

papierów wartościowych i handel przez osoby posiadające poufne informacje grożą odpowiedzialnością karną.

Po 2001 r. władze brazylijskie oraz CVM w dalszym stopniu rozwijały system nadzoru nad rynkiem akcji, czego elementem było wprowadzenie m.in. automatycznych mechanizmów bezpieczeństwa oraz możliwości rozstrzygania sporów w sposób polubowny<sup>530</sup>. Choć CVM utraciło część uprawnień w zakresie nadzoru nad bankami notowanymi na giełdzie na rzecz banku centralnego, to należy stwierdzić, że brazylijski system nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych został istotnie ulepszony w stosunku do poprzednich dziesięcioleci, na co dowodem może być brak kryzysów giełdowych (nawet w trakcie zaburzeń na światowych rynkach od 2008 r.) i dynamiczny wzrost obrotów. Pozostaje nadal kilka istotnych nierozwiązanych problemów np. podejrzania o odbywającym się na dużą skalę handlu na podstawie informacji poufnych (zaledwie kilka dochodzeń prowadzonych w tej sprawie przez CVM), gdzie nieskuteczność w właściwym karaniu spowodowana jest korupcją aparatu administracyjnego<sup>531</sup>.

#### 4.2.2. Rosja

Rosyjski rynek akcji we współczesnej formie funkcjonuje najkrócej z czwórki państw BRIC, co spowodowane jest przede wszystkim czynnikami historycznymi (całkowity brak tej części gospodarki za czasów ZSRR). Mimo przyspieszenia rozwoju na początku XXI w. ta forma finansowania wciąż jest mało popularna wśród rosyjskich spółek.

Pierwsza giełda rosyjska powstała w Sankt Petersburgu w 1703 r. i zaczęła odgrywać istotną rolę gospodarczą od końca XIX w. wraz z przyspieszeniem rozwoju rosyjskiego przemysłu<sup>532</sup>. Rosyjski rynek akcji szybko się powiększał – w 1914 r. notowanych było 295 spółek (wobec 521 w Nowym Jorku)<sup>533</sup>. Giełda w Sankt Petersburgu została zamknięta wraz z wybuchem I wojny światowej, następnie otwarta na 2 miesiące w 1917 r. i ponownie zamknięta po wybuchu rewolucji lutowej, co oznaczało koniec tamtego etapu funkcjonowania rosyjskiego rynku akcji<sup>534</sup>.

---

<sup>530</sup>M. Garcia, op. cit., s. 51.

<sup>531</sup><http://brazilianbubble.com/insider-trading-in-brazil-is-it-really-a-crime/>, data dostępu: 19.03.2013.

<sup>532</sup>L. Borodkin, A. Konovalova, G. Perelman, *St. Petersburg Stock Exchange in the Time of Economic Depression, War and Revolution: Does Instability Matter?*, "XIV International Economic History Congress", Helsinki 2006, s. 1.

<sup>533</sup>Dokumenty rosyjskie z tamtego okresu określają rynek akcji jako „centrum życia gospodarczego”, stwierdzając, że „tylko giełda umożliwia wyznaczenie godziwej wartości papierów wartościowych”. Zob. L. Borodkin, A. Konovalova, G. Perelman, op. cit., s. 2.

<sup>534</sup>[icf.som.yale.edu/st-petersburg-stock-exchange1865-1917](http://icf.som.yale.edu/st-petersburg-stock-exchange1865-1917), data dostępu: 13.05.2013.

Kolejna, całkowicie odmienna od poprzedniej, faza rozwoju rynku akcji w Rosji rozpoczęła się na początku lat 90. XX w. wraz z transformacją systemową. Niezwykle szybko rozwijał się handel akcjami (do końca 1993 r. Rosjanie zainwestowali w papiery wartościowe od 5 do 7 mld USD), a także pojawiły się instytucje takie jak fundusze inwestycyjne czy biura maklerskie, z których istotny odsetek działał bez licencji, czego skutkiem były liczne nadużycia i skandale finansowe<sup>535</sup>. W odpowiedzi rząd rosyjski utworzył w 1994 r. Federalną Komisję ds. Rynku Kapitałowego – wydarzenie to można uznać za instytucjonalny początek współczesnego rosyjskiego rynku akcji.

Kolejnym kluczowym momentem było powstanie 1 września 1995 r. w Moskwie pierwszej giełdy – Rosyjskiego Systemu Handlu (ang. Russian Trading System, w skrócie RTS)<sup>536</sup>. Niecałe dwa lata wcześniej zaczął funkcjonować inny mechanizm handlu instrumentami finansowymi i walutami tj. Moskiewska Międzybankowa Giełda Walutowa (ang. Moscow Interbank Currency Exchange, w skrócie MICEX), który początkowo był platformą walutową, a dopiero od 1997 r. stał się giełdą papierów wartościowych (w 1999 r. MICEX zdominował RTS pod względem transakcji akcjami<sup>537</sup>).

Następne lata to początkowo czas rywalizacji pomiędzy równoległe działającymi w Rosji giełdami, zaś później integracji rosyjskiego giełdowego rynku akcji, wskutek czego w grudniu 2011 r. doszło do połączenia Grupy RTS i MICEX i utworzenia wspólnej giełdy papierów wartościowych – giełdy moskiewskiej MICEX-RTS (ang. Moscow Exchange MICEX-RTS)<sup>538</sup>. Integracja instytucji wciąż trwa – oba podmioty mają już jedną wspólną platformę obrotu akcjami, ale wciąż publikowane są osobne kursy indeksów<sup>539</sup>.

Przed przedstawieniem wybranych wskaźników rozwoju rosyjskiego rynku akcji konieczne jest uwzględnienie jego ważnej cechy, jaką jest niski odsetek papierów notowanych spółek znajdujących się w wolnym obrocie giełdowym (ang. *free float*) – mimo wzrostu w ostatnich latach wciąż jest niższy od 30% (w 2012 r. 27%), tj. zdecydowanie mniejszy niż na głównych rynkach wschodzących i porównywalny np. Marokiem<sup>540</sup>. Z tego powodu, obok wskaźników w wersji źródłowej, do analizy włączone zostaną także mierniki

---

<sup>535</sup>Najbardziej znanym przykładem była piramida finansowa przedsiębiorstwa MMM. Zob. P. Rudaz, *The Russian Stock Market: Reflecting Society's Broader Problems*, "Russian Analytical Digest", nr 74, 2010, s. 7.

<sup>536</sup>Powszechnie (także w Rosji) wykorzystuje się nazwy anglojęzyczne tej i innych instytucji rynku rosyjskiego, stąd w tej pracy przyjęto taką samą konwencję.

<sup>537</sup>D.S. Borisenko, S.V. Gelman, *Liquidity, asymmetric information and asset pricing on the Russian stock market*, "Higher School of Economics Working Paper", nr 9, 2012, s. 5.

<sup>538</sup>*MICEX-RTS Group in 2011. Review of the year*, „Russian Markets: Moscow's Exchange Newsletter”, wol. 1-2/2012, s. 1-2.

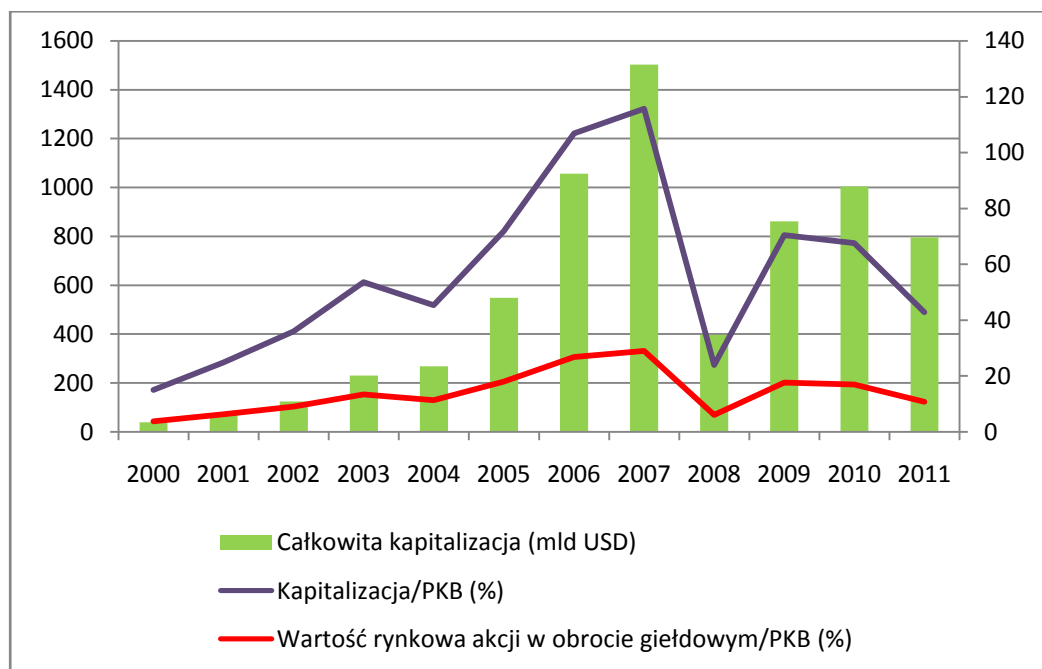
<sup>539</sup><http://rts.micex.ru/n3208/?nt=201>, data dostępu: 16.05.2013.

<sup>540</sup>I. Abdullaev, O. Organisyan, C. Weafer, *Who owns the equity market and why it matters*, "Troika Dialog Russia Strategy", August 8, 2012, s. 1.

skorygowane o wpływ ograniczonego *free float*. Na podstawie dostępnych danych historycznych przyjęto, że w wolnym obrocie znajdowało się 25% akcji.

Po stworzeniu instytucjonalnych podstaw funkcjonowania rosyjski rynek akcji rozwijał się w bardzo szybkim tempie aż do 1997 r., czyli do kryzysu walutowego i gospodarczego – w tym czasie kapitalizacja wzrosła z 151 mln USD w 1994 r. do ponad 128 mld USD w 1997 r., czyli niemal 850 krotnie, a w ujęciu względnym z 0,04% do 31,66% PKB. W 1998 r. nastąpił gwałtowny spadek cen akcji – względna kapitalizacja obniżyła się do 7,6%. Wskutek wprowadzanych reform i przekształceń w systemie finansowym po 1998 r. aż do połowy 2008 r. rosyjski rynek ponownie szybko się rozwijał pod względem rozmiarów (z wyjątkiem 2000 r., kiedy Rosja podobnie jak większość pozostałych krajów uciepiała wskutek pęknięcia banki internetowej) oraz lat 2003 i 2004 w związku z aferą Jukosu<sup>541</sup>.

**Rys. 4.8. Kapitalizacja rynku akcji w Rosji w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

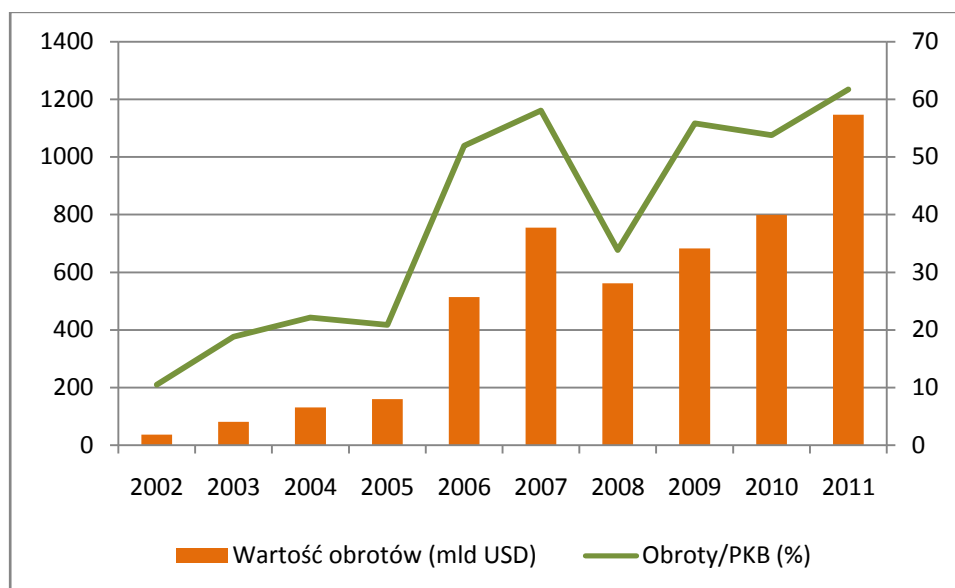
Pomiędzy rokiem 2000 i 2007 (zob. rys. 4.8) kapitalizacja zwiększyła się z 38,9 mld USD do 1,5 bln USD (najwyższa wartość w historii), a mierzona jako odsetek PKB z 15% do 115%. W 2008 r. Rosja została dotknięta skutkami globalnego kryzysu finansowego (i powiązaniem spadkiem cen surowców) oraz wydarzeniami politycznymi (decyzja władz rosyjskich o ataku na Gruzję spowodowała znaczny wzrost poziomu ryzyka w ocenie zagranicznych inwestorów); względna kapitalizacja spadła wskutek łącznego działania tych

<sup>541</sup>„Afera” bądź „sprawa” Jukosu oraz podobne dotyczące m.in. Sibneftu i Vimpelcomu spowodowały utratę zaufania inwestorów zagranicznych i wzrost poziomu ryzyka politycznego; bezpośrednim skutkiem był spadek indeksu RTI o 33% między kwietniem i lipcem 2004 r. Zob. A. Gorjaev, A. Zobotkin, *Risks of investing in the Russian stock market: Lessons of the first decade*, „Emerging Markets Review”, wol. 7, 2006, s. 380-397.

czynników do poziomu 24% PKB. Mimo wzrostu kursów indeksów i wznowieniu ofert publicznych na rosyjskich giełdach pod koniec 2009 r. i w 2010 r. kolejny rok, 2011, ponownie przyniósł silny, ponad 20% spadek kapitalizacji (spowodowany przede wszystkim kryzysem zadłużeniowym strefy euro oraz brakiem poprawy na rynkach surowcowych). Biorąc pod uwagę skorygowaną kapitalizację (uwzględniającą wyłącznie szacowaną wartość akcji w obrocie giełdowym) rosyjski rynek akcji nawet w szczytowych latach miał niewielkie rozmiary, poniżej 30% PKB, czyli zdecydowanie mniej niż w KWR a także w innych krajach wschodzących (w tym państwach BRIC). Rosyjski rynek akcji zajmował na koniec 2011 r. 15. miejsce na świecie pod względem kapitalizacji (w mld USD), czyli najniższe z wszystkich krajów BRIC.

Kolejnym aspektem rozwoju rynku akcji są zmiany płynności. W początkowych latach obroty na rosyjskich giełdach (wśród których centralną pozycję zajmował RTS) szybko rosły (dynamika zbliżona do odnotowanej przy omawianiu kapitalizacji). W 1997 r. wartość handlu akcjami wyniosła 16,23 mld USD (4% PKB), podczas gdy w 1994 r. 268 mln USD (0,07% PKB). Zestawiając dane dotyczące płynności i kapitalizacji za 1997 r. można zauważyć istotną dysproporcję pomiędzy tymi wskaźnikami (niskie obroty w stosunku do wartości rynkowej notowanych papierów), świadcząca o niskim poziomie rozwoju rosyjskiego rynku akcji w okresie do 1997 r., spowodowanym zarówno opisanym wcześniej małym odsetkiem akcji w wolnym obrocie, jak również preferowaniem przez rosyjskie spółki pozyskiwania kapitału na rynkach zagranicznych.

**Rys. 4.9. Obroty na rynku akcji w Rosji w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Po 1999 r., kiedy to obroty wyniosły jedynie 1,44% PKB, kolejne lata można określić jako okres poprawy płynności na rosyjskich giełdach, związany z wcześniej wspomnianymi czynnikami wpływającymi na całość systemu finansowego. Obroty zwiększyły się najmocniej w latach 2005-2006 wskutek korzystnej sytuacji gospodarczej oraz w wyniku nowowprowadzonych regulacji, ułatwiających z jednej strony emisję akcji, a z drugiej ograniczających możliwość dokonywania jej za granicą<sup>542</sup>. Od 2006 r. (z wyjątkiem 2008 r.) względne obroty utrzymują się w przedziale 50-60% PKB. Co więcej, w 2011 r. były najwyższe w historii (61,7% PKB; absolutne wyniosły ponad 1,1 bln USD – 12. miejsce na świecie, wyższe niż Brazylia i Indie), co wskazuje na to, że inwestorzy krajowi i zagraniczni, pomimo kryzysu w 2008 r. i kryzysu zadłużeniowego strefy euro, są w jeszcze wyższym stopniu aktywni w handlu akcjami. Wpływ integracji giełd RTS i MICEX jest obecnie trudny do oceny.

Wskaźnikiem łączącym rozmiary i płynność rynku akcji, a jednocześnie służącym do oceny realizacji funkcji wyceny (zagadnienie przedstawione w rozdziale piątym) jest współczynnik obrotu. Jego wielkości dla Rosji analizowane powinny być z zastosowaniem skorygowanej kapitalizacji. Od 2006 r. współczynnik obrotu obliczony zgodnie z takim ujęciem jest wyższy od 2; skrajnie wysokie wartości osiągnął w latach 2009 i 2011 – odpowiednio 4,33 i 5,09 (jedne z najwyższych na świecie, zwłaszcza wśród dużych rynków akcji). Wyniki te są dowodem na wysoce spekulacyjny charakter transakcji dokonywanych w ostatnich latach na rosyjskich giełdach przez podmioty krajowe i obce (głównie inwestorów detalicznych i *hedge funds*<sup>543</sup>), co stało się szczególnie widoczne po wybuchu w 2008 r. globalnego kryzysu finansowego<sup>544</sup>.

W związku z przyjętym modelem prywatyzacji liczba notowanych spółek była w Rosji stosunkowo wysoka niemal od początku okresu transformacji. W 1997 r. na giełdzie handlowano akcjami 170 spółek<sup>545</sup>, zaś na koniec kryzysowego 1998 r. już zaledwie 73. W latach 2000-2005 liczba spółek ustabilizowała się w przedziale ok. 200-250<sup>546</sup>. Liczba spółek giełdowych wzrosła wyraźnie w 2005 r. (zob. rys. 4.10) i utrzymywała się na zbliżonym poziomie do 2011 r. (w 2012 r. nastąpił spadek wynikający z zaostrzenia wymogów

---

<sup>542</sup>P. Rudaz, op. cit., s. 8.

<sup>543</sup>Fundusze stosujące zróżnicowane strategie inwestycyjne zazwyczaj z wysokim poziomem ryzyka i nieobjęte nadzorem finansowym.

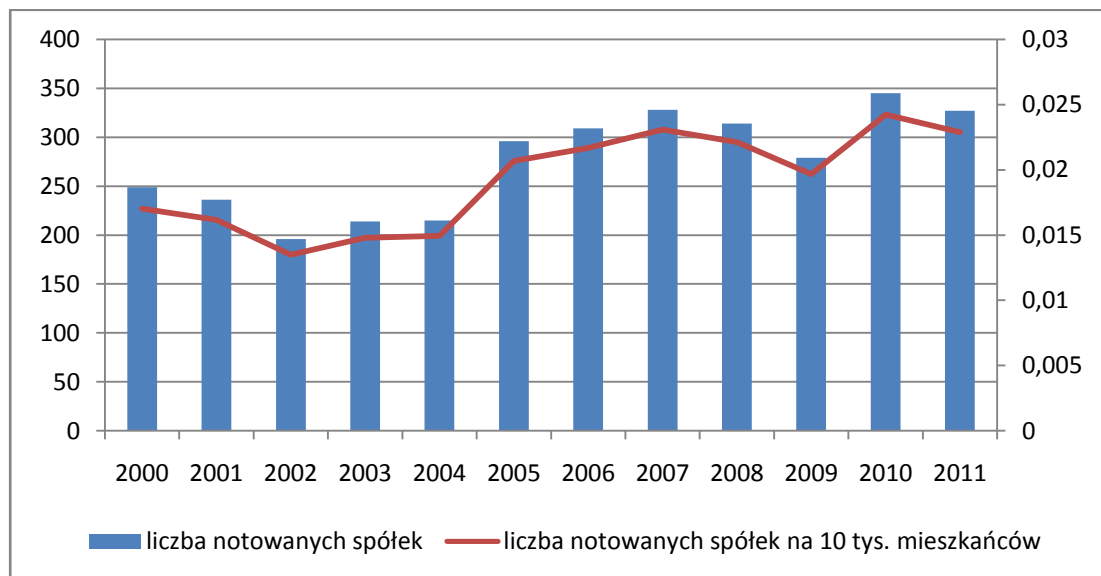
<sup>544</sup>K. Bond, A. Kuznetsov, *Sources of Capital in Russia: Show Me the Money*, "Troika Dialog Investment Research", nr 12, 2010, s. 18.

<sup>545</sup>Według innych szacunków liczba notowanych spółek przekraczała w 1997 r. 300, jednak akcjami części z nich handlowano na giełdzie RTS, gdzie brakowało wówczas ustalonych reguł dopuszczenia do notowań. Zob. A. Gorjaev, A. Zobotkin, op. cit., s. 384.

<sup>546</sup>Ibid.

nadzorczych). Mimo znacznej bezwzględnej liczby spółek problemem pozostaje struktura transakcji (handel niewielkim odsetkiem dostępnych akcji) oraz niska liczba podmiotów giełdowych w przeliczeniu na 10 tys. mieszkańców.

**Rys. 4.10. Liczba notowanych spółek krajowych w Rosji w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.; *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Jedną z głównych cech rosyjskiego rynku akcji jest wysoki stopień koncentracji w kilku kluczowych aspektach (sytuacja zbliżona do brazylijskiej, gdzie jednak skala zjawiska jest dużo mniejsza). Pierwszym z nich jest udział największych spółek w kapitalizacji rynkowej, który od początku funkcjonowania rosyjskich giełd należy do najwyższych na świecie. W 2011 r. 5 największych spółek giełdowych miało niemal 60% udział w kapitalizacji (uwzględniającej wyłącznie wartość akcji w wolnym obrocie), z czego same trzy największe spółki (Gazprom, Lukoil i Sberbank) odpowiadały za ponad 50%<sup>547</sup>. W indeksie MICEX (obok RTS główny indeks rosyjski) udział przedsiębiorstw wydobywających i sprzedających ropę naftową i gaz ziemny wynosił 53,2%, sektora finansowego (przede wszystkim wskutek pozycji Sberbanku) 16,6%, a branży wydobywania metali i węgla 9,8% – łącznie te trzy sektory stanowiły niemal 80% indeksu<sup>548</sup>. Taka struktura indeksu odzwierciedla sytuację rosyjskiej gospodarki z wyraźną rolą przedsiębiorstw surowcowych. Co więcej, dominację kilku spółek ze zbliżonych branż należy ocenić negatywnie w kontekście poziomu rozwoju rynku, ponieważ oznacza małe możliwości dywersyfikacyjne oraz znaczną zależność koniunktury giełdowej od podlegającym silnym wahaniom cenom surowców.

<sup>547</sup> *MICEX-RTS Group in 2011. Review of the year*, op. cit., s. 5-16.

<sup>548</sup> *The MICEX Index Monthly Wrap-Up: November 2012*, „Russian Markets: Moscow’s Exchange Newsletter”, wol. 12/2012, s. 4.

Poziom koncentracji w ostatnich latach stale wzrastał w aspektach kapitalizacji i obrotów, jednak to płynność jest wciąż w zdecydowanie wyższym stopniu ulokowana w niewielkiej grupie spółek – w 2011 r. wartość obrotów akcjami 10 największych spółek stanowiła dla giełd MICEX i RTS odpowiednio 96,9% i 99,5% łącznych obrotów<sup>549</sup>. Trzy spółki, których akcjami handlowano najczęściej to Sberbank, Gazprom i Lukoil, z łącznym udziałem ponad 65%. Przedstawione dane wskazują na to, że możliwość zawierania transakcji z niskimi kosztami operacji dotyczy wyłącznie wąskiej grupy spółek. Przedmiotem niemal całości handlu są wymienione akcje, co sprawia, że zakup/sprzedaż pozostałych notowanych papierów jest bardzo utrudniona i wiąże się z wysokimi kosztami transakcji.

Kolejnym aspektem, w którym można zaobserwować znaczną koncentrację, jest struktura właścicielska notowanych spółek, z silną pozycją władz oraz oligarchów. Obecnie głównym udziałowcem notowanych spółek jest rząd rosyjski (30% kapitalizacji), kontrolujący kilka dużych spółek z branży energetycznej np. Transneft (78%) oraz finansowej np. VTB (75%) i Sberbank (60%)<sup>550</sup>. Oligarchowie<sup>551</sup> posiadają 15% udziałów w spółkach giełdowych, głównie w spółkach zajmujących się wydobywaniem surowców oraz ich przetwórstwem (55% udziału) oraz w innych branżach (w tym chemicznej, transportowej i budowlanej), przykłady to Acron (84%), UC Rusal (80%) oraz Norilsk Nikiel (69%)<sup>552</sup>. Przedsiębiorcy niezaliczeni do kategorii oligarchów są właścicielami akcji stanowiących 14% kapitalizacji (głównie w branży dóbr konsumenckich) a inwestorzy zagraniczni 5%. Wysoki stopień koncentracji w zakresie własności akcji sprawia, że mniejszościowi udziałowcy mają niewielki wpływ na zarządzanie spółką oraz są narażeni na zjawiska takie jak transfer środków pomiędzy powiązаныmi spółkami. Ponadto, spółki z większościowym udziałem rządu rosyjskiego charakteryzują się wysokim stopniem korupcji, podobnie jak cały aparat administracyjno-biurokratyczny.

Poza opisanymi powyżej cechami rosyjskiego rynku akcji kolejną, dość nietypową na tle innych światowych rynków (wysoko i słabo rozwiniętych), jest bardzo niski udział inwestorów krajowych w kapitalizacji (rozumianej jako *free float*, nie w całkowitej, opisanej powyżej) – w 2010 r. wyniósł on jedynie 23% (największa grupa, inwestorzy indywidualni,

---

<sup>549</sup> Według danych Światowej Federacji Giełd za 2011 r. jest to najwyższy poziom na świecie (poza zdecydowanie mniejszą giełdą cypryjską). Zob. [www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics), data dostępu: 20.05.2013. Według danych za 2012 r., dostępnych na stronie internetowej giełdy moskiewskiej, stopień koncentracji obrotów było nieco niższy i wyniósł niecałe 85% (dane te nie uwzględniają jednak handlu na innych giełdach i obecności w obrocie różnego typu akcji jednego emitenta).

<sup>550</sup> Stan na 27.06.2012 r. Zob. I. Abdullaev, O. Organisyan, C. Weafer, op. cit., s. 6.

<sup>551</sup> Rozumieni jako osoby z dużym majątkiem i znaczącymi koneksjami politycznymi. Zob. I. Abdullaev, O. Organisyan, C. Weafer, op. cit., s. 5.

<sup>552</sup> Ibid., s. 6.



mieli udział równy 10%, jednak w skali całej populacji zaledwie 0,8% ludności aktywnej zawodowo lokowało swoje oszczędności na giełdzie)<sup>553</sup>. Najważniejszą kategorią inwestorów są podmioty zagraniczne, które zazwyczaj traktują inwestycje w rosyjskie akcje w sposób zbliżony do aktywów surowcowych, co prowadzi do zmniejszania zaangażowania w sytuacji spowolnienia gospodarczego na świecie i wysokich wahań cen akcji. Brak inwestorów krajowych wynika z wielu czynników, do których należy zaliczyć brak zaufania mieszkańców do rynków kapitałowych (doświadczenia z lat 90. XX w.), lokowanie środków za granicą (głównie przez osoby bogatsze; kapitał trafia np. do rajów podatkowych), słabą znajomość zagadnień finansowych i brak efektywnego systemu emerytalnego (od 2002 r. Rosja ma system trzech filarów, zbliżony do polskiego, jednak nie przyniósł on oczekiwanych rezultatów)<sup>554</sup>.

Po utworzeniu giełdy moskiewskiej doszło do reorganizacji systemów handlu, jednak w gruncie rzeczy nadal widoczne są różnice pomiędzy segmentami opartymi na dawnych giełdach RTS i MICEX. Obecnie handel akcjami odbywa się równocześnie na platformach<sup>555</sup>:

1. Rynek Główny – najważniejsze i najbardziej płynne miejsce obrotu akcjami (80% transakcji), operacje zawierane są poprzez w pełni automatyczny system handlu,
2. Sektor Standardowy – z mniejszymi wymogami dotyczącymi składanych zabezpieczeń i z dłuższym dziennym okresem handlu,
3. Sektor Klasyczny – działający na bazie dawnej giełdy RTS, z kursami w dolarach (płatności możliwe również w rublach), bez depozytów.

Podział systemu obrotu na kilka niejednorodnych części nie sprzyja rozwojowi rosyjskiego rynku akcji wskutek m.in. możliwych różnic w wycenie określonych papierów wartościowych na poszczególnych platformach, odmiennych sposobów rozliczania transakcji, a także w wyniku dodatkowych kosztów dla inwestorów związanych z odrębnymi sposobami dostępu. Jeżeli proces integracji giełd będzie kontynuowany, to w najbliższych latach należy oczekiwać ujednoczenia zasad handlu<sup>556</sup>.

Przełomem w nadzorze nad rosyjskim rynkiem akcji było powołanie Federalnej Komisji ds. Rynku Kapitałowego w 1994 r.<sup>557</sup> Komisja w ciągu kilku lat doprowadziła do uporządkowania wymagań stawianych uczestnikom obrotów i notowanym spółkom (usunięcie z giełd spółek z zerową płynnością, zwiększenie zakresu przedstawianych

---

<sup>553</sup>K. Bond, A. Kuznetsov, op. cit., s. 18.

<sup>554</sup>P. Rudaz, op. cit., s. 9.

<sup>555</sup>Informacje na podstawie: <http://rts.micex.ru/s338>, data dostępu: 23.05.2013 r.

<sup>556</sup>*Presentation: T+2 Project Overview*, Moscow Exchange, Moscow 2013, s. 7.

<sup>557</sup>D. Vasiliev, *Capital Market Development In Russia*, World Bank, Washington D.C. 2001, s. 15.

sprawozdań finansowych). Po kryzysie 1998 r. otoczenie prawne i nadzorcze rynku kapitałowego zostało istotnie zreformowane, głównie na podstawie decyzji politycznych rozpoczynającego swoją pierwszą kadencję W. Putina. Do 2002 r. całkowicie zmieniono ustawę o spółkach akcyjnych (zwiększenie roli akcjonariuszy mniejszościowych, wzrost zależności decyzji władz spółek od woli udziałowców), przyjęto ustawę o funduszach inwestycyjnych i znowelizowano ustawę o rynku papierów wartościowych<sup>558</sup>. Tym samym został zwiększony stopień ochrony praw własności akcjonariuszy – mimo afery Jukosu i późniejszej TNK-BP inwestowanie w Rosji postrzegane jest jako nieco bezpieczniejsze niż w latach 90. XX w. (choć nadal obarczone wysokim poziomem ryzyka, zwłaszcza politycznego). W odpowiedzi na wysoką fragmentację nadzoru nad poszczególnymi częściami sektora finansowego kolejną fazą było utworzenie w 2011 r. FSRF<sup>559</sup>, czyli wspólnej instytucji nadzorczej dla całości pozabankowego systemu finansowego. Rosyjski rynek akcji nadal należy jednak do słabo rozwiniętych pod względem bezpieczeństwa prawnego i jakości nadzoru, o czym świadczy szereg negatywnych zjawisk:

- bardzo niski odsetek spółek przyjmujących i przestrzegających zasad ładu korporacyjnego, a także wciąż występujące naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych, zwłaszcza w spółkach kontrolowanych przez państwo lub oligarchów,
- nieprzejrzyste standardy sprawozdawczości finansowej ukierunkowane na obliczanie obciążeń podatkowych (w dużej mierze pochodzące z czasów ZSRR); spółki starają się ukrywać jak najwięcej informacji, przez co ocena rzeczywistej sytuacji jest mocno utrudniona a zaufanie inwestorów ograniczone<sup>560</sup>,
- wysoki odsetek transakcji akcjami dokonywanych poza kontrolą nadzoru giełdowego (według niektórych szacunków nawet 70% łącznych obrotów) w ramach handlu pomiędzy biurami maklerskimi i spółkami, często z wykorzystaniem partnerów zagranicznych (w tym w rajach podatkowych) – tego typu transakcje uniemożliwiają dokonanie rzeczywistej oceny jakości wyceny i poziomu płynności aktywów, a także mogą służyć celom przestępczym,
- ograniczone możliwości nadzoru w zakresie nakładania kar i przewlekłość procesów sądowych razem z szeroko zakrojoną korupcją poważnie zmniejszają jego skuteczność<sup>561</sup>.

---

<sup>558</sup>B. Durka, op. cit., s. 111.

<sup>559</sup>Federalna Służba Rynków Finansowych.

<sup>560</sup>Przykładem spółki publikującej nieprzejrzyste raporty jest Gazprom, dla którego jednym z powodów wyboru zasad rosyjskich jest możliwość wypłacania niższej dywidendy. W związku z malejącymi od 2008 r. cenami akcji Gazprom ogłosił w 2013 r., że będzie stopniowo przyjmował standardy międzynarodowe, co ma kosztować ok. 4 mld USD. Zob. I. Trusewicz, *Gazprom stracił na mniejszym popycie na surowce*, „Rzeczpospolita”, 23.05.2013, s. B6.

<sup>561</sup>P. Rudaz, op. cit., s. 8-10; A. Goriaev, A. Zobotkin, op. cit., s. 388-390.

### 4.2.3. Indie

Historia rynku akcji w Indiach jest zdecydowanie dłuższa niż w większości innych KSR oraz dużej części KWR. Początki handlu akcjami sięgają XVIII w., kiedy na terenie kraju w obrocie znajdowały się papiery wartościowe Kompanii Wschodnioindyjskiej. Najstarszą giełdą papierów wartościowych jest, działająca do dzisiaj, giełda w Bombaju (Bombay Stock Exchange – BSE), założona w 1875 r.<sup>562</sup> Do lat 80. XX w. rynek akcji w Indiach znajdował się w embrionalnej fazie rozwoju, przełomem była decyzja rządu indyjskiego o obowiązkowym upublicznieniu filii kilku zagranicznych korporacji działających na terenie kraju<sup>563</sup>. Zwiększenie zainteresowania rynkiem akcji doprowadziło do szybkiego wzrostu liczby inwestorów oraz przedsiębiorstw zainteresowanych pozyskaniem kapitału na giełdach.

Najważniejszym okresem w historii indyjskiego rynku akcji są lata 90. XX w., gdy w ramach reform gospodarczych wspierano rozwój systemu finansowego i jego liberalizację. (zniesiono m.in. przepisy dotyczące kontroli obrotów papierami wartościowymi z lat 40. XX w.). Najistotniejszą nowością było utworzenie SEBI i przekazanie tej instytucji w 1992 r. uprawnień nadzorczych w zakresie m.in. rynku akcji<sup>564</sup>. Dla organizacji i struktury rynku ważną zmianą było także założenie w 1992 r. i uruchomienie w 1994 r. National Stock Exchange of India (NSE), która, podobnie jak BSE, ma swoją siedzibę w Bombaju, stopniowe wprowadzanie zautomatyzowanych systemów obrotów oraz utworzenie instytucji rozliczeniowych i gwarancyjnych. Władze indyjskie zrezygnowały z utrzymywania licznych ograniczeń transakcji i zezwoliły na przeprowadzanie emisji akcji bez konieczności uzyskiwania zezwoleń ministerialnych, wyłącznie na podstawie zgody SEBI. Zmiany te sprawiły, że indyjski rynek akcji pod względem zaawansowania infrastruktury rynkowej i jakości regulacji dotyczących obrotu akcjami nie odbiega znacząco od KWR. Z punktu widzenia poziomu rozwoju istotnym wydarzeniem było umożliwienie handlu instrumentami pochodnymi, co pośrednio wpłynęło na wielkość i płynność obrotu akcjami oraz umożliwiło inwestorom zagranicznym uzyskanie nowego kanału dostępu do rynku indyjskiego<sup>565</sup>.

W Indiach znajduje się 19 giełd, na których odbywa się obrót akcjami, co jest jednym z najwyższych wyników na świecie<sup>566</sup>. Jednak dwie największe giełdy, tj. wspomniane już BSE i NSE, zdominowały indyjski rynek akcji zarówno pod względem kapitalizacji, jak i

---

<sup>562</sup>H.R. Machiraju, *The Working of Stock Exchanges in India*, New Age International, New Delhi 2008, s. 2.

<sup>563</sup>A.P. Dasani, *Liberalisation, Law and Development*, Saurashtra University, Rajkot 2011, s. 70.

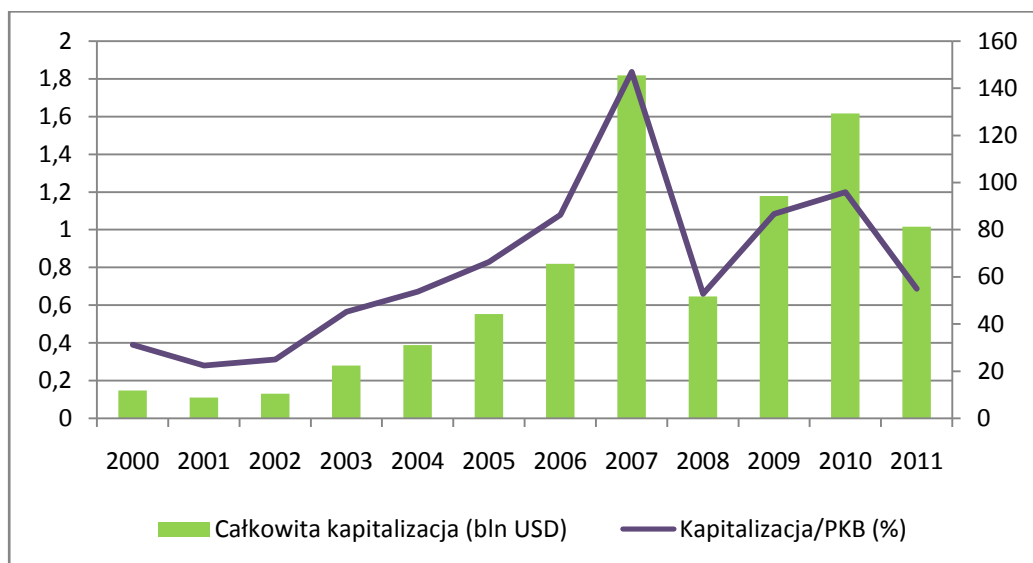
<sup>564</sup>Ibid.

<sup>565</sup>K. Glinka, op. cit., s. 57-58.

<sup>566</sup>*Indian Securities Market: A Review*, National Stock Exchange of India, Mumbai 2011, s. 4.

obrotów (ponad 99% wartości handlu w 2011 r.)<sup>567</sup>. Oznacza to, że indyjski rynek akcji przeszedł transformację zbliżoną do tej w krajach wyżej rozwiniętych, gdzie nastąpiła koncentracja obrotów i ich ograniczenie do jednej giełdy krajowej lub niekiedy wręcz przeniesienie na poziom międzynarodowy. Ze względu na rozmiary kraju i problemy z bezpośrednim dostępem do głównych giełd, giełdy regionalne nadal jednak będą zapewne odgrywały pewną rolę.

**Rys. 4.11. Kapitalizacja rynku akcji w Indiach w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

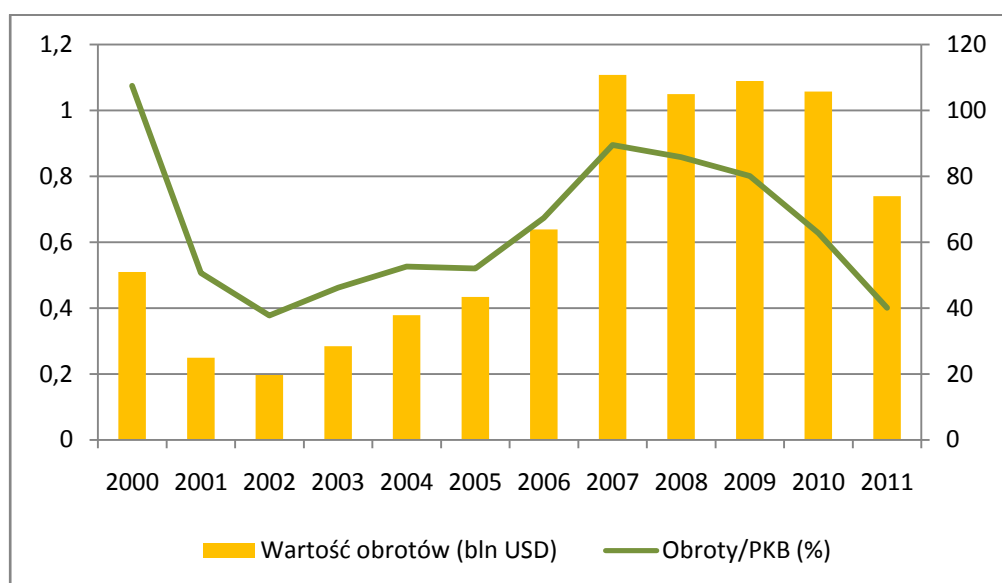
Pod względem rozmiarów mierzonych kapitalizacją można wyróżnić dwa okresy dynamicznego rozwoju indyjskiego rynku akcji. Pierwszy z nich to lata 1992-1999, czyli czas wdrażania reform systemu finansowego. Kapitalizacja wzrosła wówczas niemal trzykrotnie, z 65 mld USD do 185 mld USD (w odniesieniu do PKB z 22% do 40%). Szybki wzrost został przerwany w wyniku globalnego kryzysu na rynkach akcji (pęknięcie bańki internetowej). Drugim okresem były lata 2002-2007, kiedy wielkość rynku rosła w jeszcze wyższym tempie (zob. rys. 4.11) – kapitalizacja zwiększyła się do rekordowych 1,82 bldn USD (wzrost z 40% do 147% PKB). 2008 r. przyniósł jednak gwałtowne załamanie cen akcji na światowych rynkach. W trakcie następujących dwóch lat nastąpiło krótkotrwałe odbicie. W ujęciu bezwzględny rynek akcji w Indiach był na koniec 2011 r. jednym z największych na świecie, ustępując jedynie 10 krajom (w tym Chinom i Brazylii). Spadek kapitalizacji w 2011 r. był bardziej widoczny w odniesieniu do PKB (wartość minimalnie większa niż w 2008 r.).

Drugim kluczowym wskaźnikiem służącym do oceny poziomu rozwoju rynku akcji jest wielkość obrotów (w ujęciu bezwzględny lub względnym). Tendencje zmian płynności

<sup>567</sup> *Annual Report of the Securities and Exchange Board of India 2011*, Securities and Exchange Board of India, Mumbai 2011, s. 53-54.

indyjskiego rynku akcji były w pewnym stopniu zbliżone do trendów w kapitalizacji (zob. rys. 4.12). Jeszcze na początku lat 90. XX w. wartość obrotów wynosiła niecałe 21 mld USD (7% PKB), by w 2000 r. osiągnąć 510 mld USD, czyli 107% PKB – ponad piętnastokrotny wzrost obrotów w ujęciu względnym, do jednego z najwyższych poziomów na świecie. Należy przy tym zaznaczyć, że główna część wzrostu płynności (z 60% do 107% PKB) nastąpiła w latach 1999-2000, już w trakcie kryzysu na rynku akcji, czyli nie oznaczała zwiększenia poziomu rozwoju rynku, a dużą aktywność inwestorów wyprzedających akcje indyjskich spółek. Potwierdza to wyraźny spadek obrotów w latach 2000-2002 (do 197 mld USD).

**Rys. 4.12. Obroty na rynku akcji w Indiach w latach 2000-2011**

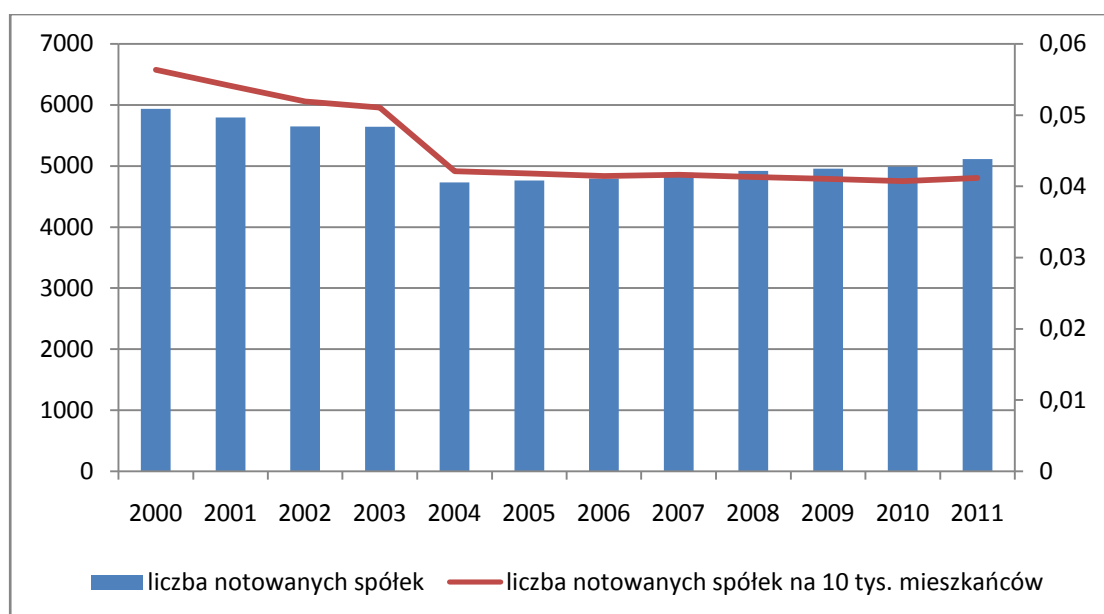


Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Od 2003 r. rynek akcji w Indiach zaczął ponownie rozwijać się w aspekcie płynności, co było związane z rosnącą kapitalizacją oraz zwiększonym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych. Najwyższa wartość transakcji kupna/sprzedaży akcji (w ujęciu bezwzględnym) została osiągnięta w 2007 r. i wyniosła 1,1 bln USD (89% PKB). Następane trzy lata, tj. okres do 2010 r., to czas stabilizacji na rynku indyjskim pod względem obrotów mierzonych wartością absolutną. Jednak w odniesieniu do dynamiki zmian PKB można zauważyć, że przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego nie towarzyszyło zwiększenie aktywności na rynku akcji, na co dowodem jest malejący wskaźnik względnych obrotów. W 2011 r. pod względem płynności nastąpił regres – bezwzględna wartość obrotów była równa 740 mld USD, a w odniesieniu do PKB obroty były najniższe od 2002 r. (jedynie 40% PKB). Mimo to, podobnie jak na podstawie wielkości, także stosując kryterium wartości obrotów należy zaliczyć rynek indyjski do jednych z największych na świecie (15. miejsce).

Do oceny udziału operacji spekulacyjnej w łącznej wartości transakcji można wykorzystać współczynnik obrotu<sup>568</sup>. W Indiach wartości wyższe niż 2 odnotowano w latach 2000-2001 – w pierwszym wskaźnik wyniósł nieco ponad 3, co było związane najpierw z narastaniem bańki spekulacyjnej, a następnie wycofywaniem się inwestorów po jej pęknięciu. W kolejnych latach obroty w stosunku do wielkości rynku były na poziomie zbliżonym do innych rynków mniej dojrzałych. W 2008 r. Indie, w przeciwieństwie do wielu KSR i KWR, uniknęły kolejnej bańki spekulacyjnej na rynku akcji – współczynnik obrotu osiągnął poziom 1,2, czyli nie przekroczył umownej granicy, powyżej której rynek należy określić jako zdominowany przez transakcje spekulacyjne<sup>569</sup>. Po 2008 r. współczynnik obrotu zaczął się zmniejszać i w 2011 r. wynosił 0,56.

**Rys. 4.13. Liczba notowanych spółek krajowych w Indiach w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit., s. 1-44; *World Development Indicators 2012*, op. cit.

Indie w 2011 r. były krajem z największą liczbą notowanych spółek na świecie. Zajmowały pierwsze miejsce w tym rankingu przez niemal całe ostatnie dwadzieścia lat (rekordowa wartość w 1996 r. – 6 tys. spółek), z wyjątkiem okresu 2004-2007, kiedy przegoniły je Stany Zjednoczone. Choć w latach 2000-2004 liczba przedsiębiorstw, których akcjami handlowani na giełdzie, nieco zmalała, to od 2004 r. jest na dość stabilnym poziomie zbliżonym do 5000 (zob. rys. 4.13). Jeżeli jednak weźmie się pod uwagę liczbę notowanych spółek w przeliczeniu na 10 tys. mieszkańców (jeden ze wskaźników rozmiarów rynku akcji), to wynosiła ona ok. 0,04, co oznacza, że w ujęciu względnym była nieco większa niż w

<sup>568</sup>Szczegóły w punkcie 4.2.1.

<sup>569</sup>*World Development Indicators 2012*, op. cit.

całości KSR (0,03 notowanych spółek na 10 tys. mieszkańców), ale jednocześnie wyraźnie mniejsza niż w KWR (0,26).

Dane o liczbie spółek giełdowych mogłyby wskazywać z jednej strony na to, że inwestorzy mogą handlować papierami wielu przedsiębiorstw, a z drugiej, że ich liczba zmniejszyła się w stosunku do początku XXI w., czyli nastąpiło obniżenie poziomu rozwoju rynku; nie byłoby to jednak w pełni uzasadnione. Mimo znacznej liczby spółek giełdowych przedmiotem handlu są papiery jedynie niecałych 60% przedsiębiorstw, głównie dużych. Od 2004 r. komisja SEBI rozpoczęła prace nadzorcze mające na celu zwiększenie przejrzystości rynku i płynności papierów. Elementem tych działań stało się wycofywanie najmniej płynnych spółek z giełd, co natrafiło na poważne przeszkody natury politycznej, które dotyczą zwłaszcza przedsiębiorstw państwowych. Skutkiem tego jest wciąż nadmierna liczba akcji o niewielkim stopniu płynności. Potwierdzają to dane dotyczące zmian cen pod wpływem składanych zleceń (im większa zmiana, tym mniejsza jest liczba dostępnych akcji i płynność rynku), które dla indeksu największych spółek są zbliżone do rynków dojrzałych, jednak dla szerokiego rynku (czyli obejmującego również tysiące małych spółek) wskazują na bardzo niską płynność (porównywalną z najsłabiej rozwiniętymi rynkami)<sup>570</sup>.

Dwie główne giełdy indyjskie to BSE i nowsza NSE (pozostałe odgrywają śladową rolę). Według danych na koniec 2011 r. kapitalizacja BSE wyniosła 1 bln USD, a NSE była minimalnie mniejsza (0,99 bln USD)<sup>571</sup>. Pod względem wartości obrotów zdecydowanie przeważała NSE, na której łączne obroty w 2011 r. wyniosły 588 mld USD wobec 148 mld USD na BSE. Już po kilkunastu miesiącach od otwarcia NSE przewyższyła pod względem obrotów starszą BSE, a w ciągu niecałych 20 lat funkcjonowania stała się główną giełdą, na której przeprowadzane jest 80% transakcji. Dane te wskazują również na to, że utworzenie konkurencji dla ponad stuletniej BSE miało korzystny wpływ na rynek akcji – pod wpływem rywalizacji tych dwóch parkietów doszło do znacznego zwiększenia rozmiarów i płynności rynku.

Po utworzeniu NSE okazało się wkrótce, że była w stanie zaoferować korzystniejsze i nowocześniejsze warunki obrotu niż dotychczasowy lider, więc znaczna część uczestników rynku przeniosła się na nią. NSE od samego początku wprowadziła elektroniczny, zautomatyzowany system obrotu z wykorzystaniem łączności satelitarnej, dzięki czemu

---

<sup>570</sup> *Indian Securities Market: A Review*, op. cit., s. 114.

<sup>571</sup> [www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics), data dostępu: 14.12.2012. Łączna kapitalizacja tych dwóch giełd jest niemal dwukrotnie wyższa niż kapitalizacja całego indyjskiego rynku akcji, co spowodowane jest tym, że niemal wszystkie większe spółki są notowane równocześnie na obu giełdach. Liczba spółek notowanych na BSE jest prawie pięciokrotnie większa niż na NSE, jednak są to w dużej mierze małe przedsiębiorstwa z akcjami o niskim stopniu płynności.

mogła nie tylko zaproponować trzykrotnie wyższą stopę realizacji zleceń, ale również czterokrotnie niższe koszty członkostwa oraz większy zasięg geograficzny<sup>572</sup>. Pod wpływem działań nowszej giełdy BSE została zmuszona do przeprowadzenia daleko idących reform i obecnie obie oferują zbliżone warunki przeprowadzania transakcji, nie odbiegające znacząco od rynków dojrzałych<sup>573</sup>.

Akcje na rynku indyjskim zostały zdematerializowane – obrót akcjami ma postać zmian stanów kont w systemie rozliczeniowym oraz na rachunkach brokerskich. Ceny akcji na obu giełdach są identyczne, ponieważ mają ten sam termin rozliczenia transakcji (dwa dni po jej zawarciu), w wyniku czego wszystkie różnice cenowe podlegają arbitrażowi i są niwelowane. Aby zapobiec nadmiernym wahaniom kursów indeksów wprowadzono automatyczne mechanizmy bezpieczeństwa, które są uruchamiane, gdy nastąpi wzrost lub spadek powyżej wyznaczonej granicy (trzy progi to 10%, 13% i 20%). Kiedy próg zostanie przekroczony, handel akcjami jest wstrzymywany na okres od kilkudziesięciu minut do całego dnia. Mechanizm został na razie uruchomiony jedynie dwa razy – w 2004 r., gdy obejmujący władzę nowy rząd indyjski zapowiedział prowadzenie socjalistycznej polityki gospodarczej oraz w 2007 r., kiedy władze zaostrzyły przepisy dotyczące kontroli kapitału (w obu sytuacjach nastąpiła gwałtowna wyprzedaż akcji)<sup>574</sup>.

Jedną z kluczowych barier rozwoju indyjskiego rynku akcji jest niewielka rola krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Mimo dynamicznego rozwoju funduszy inwestycyjnych i wysokiej ich liczby (na koniec 2011 r. w SEBI zarejestrowanych było 51 towarzystw funduszy inwestycyjnych, oferujących uczestnictwo w 1233 odmiennych funduszach)<sup>575</sup> ich aktywa wynosiły zaledwie 8,4% PKB<sup>576</sup>. Co więcej, ponad połowa z nich to fundusze rynku pieniężnego i obligacji, a jedynie ok. 30% akcji, więc ich wpływ na rynek akcji jest niewielki. Prawdziwy rozkwit sektora funduszy nastąpił od 2000 r., kiedy doszło do liberalizacji rynku ubezpieczeniowego. Obecnie towarzystwa państwowe zarządzają 20% całości aktywów, reszta należy do towarzystw prywatnych, przede wszystkim krajowych lub z większościowym udziałem kapitału indyjskiego.

Jednym z podstawowych zadań funduszy inwestycyjnych z punktu widzenia makroekonomicznych funkcji rynku akcji jest zwiększanie płynności poprzez wzrost obrotów.

---

<sup>572</sup>D. Struyven, *The battle between the Bombay Stock Exchange and the National Stock Exchange*, Indian Institute of Management, Bangalore 2008, s. 5.

<sup>573</sup>M. Gorham, A. Shah, S. Thomas, *India's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work*, Elsevier, Burlington 2008, s. 55-57.

<sup>574</sup>Ibid.

<sup>575</sup>[www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics), data dostępu: 14.12.2012.

<sup>576</sup>*Indian Securities Market: A Review*, op. cit., s. 57.



W Indiach fundusze nie przyczyniają się do podwyższenia poziomu rozwoju rynku, ponieważ ich udział w obrotach to odpowiednio 4,2% dla NSE i 2,3% dla BSE<sup>577</sup>. Na rozwój indyjskiego rynku akcji w niewielkim stopniu wpływają również fundusze emerytalne – niemal wszystkie są zarządzane przez organ indyjskiego Ministerstwa Pracy i 90% ich aktywów stanowią rządowe papiery wartościowe (brak inwestycji w akcje)<sup>578</sup>.

Poza krajowymi inwestorami instytucjonalnymi w wyniku reform gospodarczych dostęp do indyjskiego rynku uzyskały podmioty zagraniczne. Obecnie inwestorzy instytucjonalni zagraniczni są bardziej aktywni na rynku akcji niż krajowi – ich udział w obrotach to ok. 15% i od kilku lat nieprzerwanie wzrasta; łączna wartość inwestycji (w większości akcji) wyniosła na koniec września 2011 r. 123,6 mld USD<sup>579</sup>. Zgodnie z przepisami indyjskimi, inwestorzy zagraniczni muszą lokować co najmniej 70% środków w akcje, nie mogą jednak przekroczyć progu 10% udziałów w danej spółce; powoduje to, że ich portfel inwestycyjny składa się zazwyczaj z wielu spółek i jest często modyfikowany, zwiększając tym samym obroty rynkowe.

Brak znaczących inwestorów instytucjonalnych sprawia, że na rynku akcji przeważają inwestorzy indywidualni, którzy dokonali w 2010 r. 68,5% transakcji na BSE i 52% na NSE<sup>580</sup>. Taką strukturę obrotów (z niewielką rolą inwestorów instytucjonalnych, a dużą indywidualnych) należy ocenić negatywnie w kontekście stopnia dojrzałości rynku, gdyż oznacza wysoką podatność cen papierów na różnego typu informacje rynkowe oraz działania podmiotów zagranicznych (np. o charakterze destabilizacyjnym). Inwestorzy indywidualni pod ich wpływem mogą podejmować nieracjonalne decyzje, naśladujące trendy rynkowe i prowadzące do zbyt silnego wzrostu lub spadku cen akcji (w przypadku inwestorów instytucjonalnych takie ryzyko jest mniejsze)<sup>581</sup>.

Nadzór nad indyjskim rynkiem akcji sprawuje od momentu utworzenia tej instytucji SEBI. W odniesieniu do rynku pierwotnego zadaniem SEBI jest wydawanie formalnej zgody na dopuszczenie akcji spółki do notowań, a tym samym na pozyskanie środków poprzez emisję akcji (np. IPO). Jak już wcześniej zasygnalizowano, giełdy indyjskie (w porozumieniu z SEBI) stawiały przez wiele lat łagodne wymogi w zakresie notowania, co doprowadziło do problemów z nadmierną liczną spółek. Jednak w ostatnich latach polityka SEBI uległa zmianie i (mimo znacznych trudności m.in. natury politycznej) zaczęto podwyższać

---

<sup>577</sup> *Annual Report of the Securities and Exchange Board of India*, op. cit., s. 53.

<sup>578</sup> R. Doshi, D. Farrell, E. Greenberg, S. Lund, F. Morin, J. Rosenfeld, op. cit., s. 47.

<sup>579</sup> *Indian Securities Market: A Review*, op. cit., s. 187.

<sup>580</sup> *Annual Report of the Securities and Exchange Board of India*, op. cit., s. 53.

<sup>581</sup> R. Doshi, D. Farrell, E. Greenberg, S. Lund, F. Morin, J. Rosenfeld, op. cit., s. 48.

wymagania i dążyć do usunięcia z notowań najmniej płynnych akcji. Należy to ocenić jako działanie przyczyniające się do poprawy funkcjonowania mechanizmów rynku akcji.

Jedną z przyczyn utworzenia SEBI był skandal z lat 1991/1992, kiedy doszło do gwałtownego wzrostu, a później załamania cen akcji na skutek manipulacji systemem rozliczeniowym. W wyniku licznych skandali w następnych latach władze w 2003 r. znowelizowały przepisy nadzorcze SEBI z 1992 r. oraz ustanowiły nowe, odnoszące się do wykorzystania informacji poufnych oraz nieuczciwych transakcji. Skutkiem wprowadzenia nowych regulacji i zwiększenia uprawnień śledczych SEBI (od 2003 r. może samodzielnie prowadzić dochodzenia dotyczące nadużyć na rynku akcji i nakładać stosowne kary) jest znaczna poprawa otoczenia regulacyjnego rynku wtórnego i wzrost zaufania inwestorów, o czym świadczą wyraźny wzrost kapitalizacji i obrotów. Obecnie jakość nadzoru jest dość wysoka – wysoka liczba wszczynanych postępowań (w 2010 r. 71 wszczętych śledztw oraz 691 nałożonych kar zakazu dostępu do rynku<sup>582</sup>) oznacza jednak, że (uwzględniając fakt, że część afer nie jest wykrywana) konieczne są dalsze prace w tym zakresie. Pozytywnie na skuteczność działań SEBI wpływa duży stopień autonomii – budżet komisji składa się głównie z opłat i kar pochodzących od kontrolowanych podmiotów; niezależność decyzyjną zmniejsza nominacja części dyrektorów przez rząd<sup>583</sup>.

#### 4.2.4. Chiny

Charakterystyka zmian zachodzących na rynku akcji w Chinach i ocena jego rozwoju jest utrudniona ze względu na duży stopień skomplikowania regulacji prawnych dotyczących emisji i handlu akcjami, jednak jeszcze istotniejszą kwestią jest włączenie lub pominięcie w analizie giełdy w Hong Kongu, który od 1997 r. znajduje się pod rządami chińskimi, posiadając wciąż szeroko zakrojoną autonomię i będąc w praktyce niemal niezależnym terytorium (ma to odzwierciedlenie np. w statystykach organizacji międzynarodowych traktujących go jako osobny podmiot)<sup>584</sup>. W tej części pracy oraz w badaniu, którego wyniki zostaną zamieszczone w kolejnym rozdziale, uwzględniono rolę giełdy w Hong Kongu; powodem jest duża popularność tego rynku wśród przedsiębiorstw chińskich. Tym samym

---

<sup>582</sup> *Annual Report of the Securities and Exchange Board of India*, op. cit., s. 105-108.

<sup>583</sup> D. Nachane, op. cit., s. 40.

<sup>584</sup> W dalszej części tekstu jako „Chiny” rozumiana będzie ChRL (bez Hong Kongu); analogicznie „przedsiębiorstwa chińskie” to przedsiębiorstwa z ChRL (zarejestrowane w tym państwie), a „giełdy chińskie” to po 1949 r. giełdy na terenie ChRL (tj. w Szanghaju i Shenzhen) w odróżnieniu od giełdy w Hong Kongu. „Chiński rynek akcji” obejmuje zaś zarówno giełdy ChRL, jak i w Hong Kongu.

jego pominięcie mogłoby wpłynąć na prawidłowość wniosków w zakresie oddziaływań między procesami w sferze realnej gospodarki a rynkiem akcji.

Handel akcjami na terenie Chin rozpoczął się w trakcie wymuszonego wojnami opiumowymi otwarcia na wymianę zagraniczną w połowie XIX w. Przez kilka dziesięcioleci centrami obrotów papierami wartościowymi były Hong Kong i Szanghaj<sup>585</sup>. Pierwsza faza tworzenia chińskiego rynku akcji zakończyła się w momencie formalnego rozpoczęcia działania przez giełdy papierów wartościowych – w Hong Kongu w 1914 r.<sup>586</sup>, w Pekinie w 1918 r., a w Szanghaju w 1920 i 1921 r. Po inwazji japońskiej handel akcjami został niemal całkowicie wstrzymany. Ponowne otwarcie nastąpiło w 1945 r., ale w 1949 r., po zdobyciu Szanghaju przez wojska komunistyczne, giełdę zamknięto (podobnie jak pozostałe na terenie ChRL). W ten sposób doszło do rozejścia ścieżek rozwoju rynku akcji w państwie komunistycznym i Hong Kongu, który od lat 70. XX w. stawał się coraz wyżej rozwinięty. W 1972 r. działały tam 4 giełdy, ale w celu poprawy warunków dokonywania transakcji połączono je w jedną, funkcjonującą od 1986 r. The Stock Exchange of Hong Kong (w skrócie SEHK)<sup>587</sup>, która stała się jedną z najbardziej zaawansowanych technologicznie na świecie, z wysokim poziomem bezpieczeństwa i sprawności przeprowadzania handlu i zaliczana jest obecnie do najważniejszych centrów finansowych na świecie<sup>588</sup>. Z punktu widzenia tematu tej pracy innymi istotnymi wydarzeniami na giełdzie w Hong Kongu były pierwsze notowanie spółki z ChRL w lipcu 1993 r. (wybór Hong Kongu jako rynku głównego, emisja z wykorzystaniem akcji typu H – klasyfikacja akcji w dalszej części rozdziału), a także wejścia równoległe na giełdy w Hong Kongu i Szanghaju dwóch banków z „wielkiej czwórki” – Industrial and Commercial Bank of China w 2006 r. i Agricultural Bank of China w 2010 r.; oferty te były pod względem wartości najwyższe w historii światowych giełd.

Odbudowa rynku akcji w ChRL rozpoczęła się wraz z reformami Denga Xiaopinga. W 1984 r. rząd chiński zezwolił na przeprowadzenie pierwszej od kilkadziesiąt lat publicznej emisji akcji<sup>589</sup>. W 1990 r. utworzono 24 regionalne giełdy i ograniczono emisję akcji wyłącznie do przedsiębiorstw państwowych<sup>590</sup>. Taki sposób organizacji handlu okazał

---

<sup>585</sup>C. Ji, S. Thomas, *Emerging Stock Markets in the People's Republic of China*, "Financial History", Spring 2003, s. 28-31.

<sup>586</sup>*HKEx Factbook 2010*, Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd., Hong Kong 2011, s. 633.

<sup>587</sup>*Ibid.*, s. 634-635.

<sup>588</sup>W 2013 r. 3. miejsce w rankingu The Global Financial Centres Index sporządzanym przez Z/Yen Group. Zob. *The Global Financial Centres Index 13*, Z/Yen Group, London 2013, s. 4.

<sup>589</sup>S. Wong, *China's Stock market: A marriage of capitalism and socialism*, "Cato Journal", wol. 26, nr 3, 2006, s. 389-425.

<sup>590</sup>*Ibid.*, s. 396; C. Ji, S. Thomas, *op. cit.*, s. 28.

się być nieefektywny, więc jeszcze w tym samym roku założono giełdy w Szanghaju i Shenzhen<sup>591</sup>.

W 1992 r. rozpoczyna się okres stopniowego tworzenia instytucji nadzorczych oraz zwiększania zakresu uregulowań prawnych dotyczących rynku akcji. Wprowadzona zostaje kontrola maksymalnych kwot inwestycji obywateli w papiery wartościowe i środków pozyskanych przez emisję akcji<sup>592</sup>. Powstaje CSRC, która przejmuje od banku centralnego część zadań kontrolnych. W lipcu 1999 r. weszła w życie pierwsza ustawa o papierach wartościowych, co oznaczało zakończenie okresu formowania rynku akcji i jego pełne sformalizowanie<sup>593</sup>. Jednocześnie poważne zmiany miały miejsce na giełdach, wśród nich wprowadzenie zautomatyzowanych systemów obrotu i budowa sieci komunikacji elektronicznej pomiędzy placówkami brokerskimi w różnych częściach kraju (unowocześnieńia wprowadzono na obu giełdach w zbliżonym czasie). Zmieniła się także struktura notowanych spółek, gdyż dopuszczono do rynku akcji więcej podmiotów prywatnych. W przeciwieństwie do Indii w Chinach równoległe funkcjonowanie dwóch giełd nie spowodowało wzrostu konkurencji i oferowania spółkom i uczestnikom obrotów korzystniejszych warunków. Przyczyną był fakt posiadania tego samego, państwowego właściciela i ustalenia odmiennych priorytetów – na giełdzie w Szanghaju emisji akcji dokonują przede wszystkim duże spółki, a w Shenzhen średnie i małe (zakazany jest *cross listing* tj. jednoczesne notowanie na obu parkietach); od 2010 r. widoczne jest jednak częściowe odejście od takiego podziału i wzajemne próby przejęcia udziałów rynkowych<sup>594</sup>.

Cechą charakterystyczną chińskiego rynku akcji, unikalną na tle innych znaczących gospodarczo krajów, jest wprowadzony w 1992 r. system kategoryzacji akcji<sup>595</sup>. Obowiązuje on z pewnymi zmianami do dzisiaj. Klasyfikacja akcji wraz z krótkim omówieniem została zamieszczona w tabeli 4.3. Przez pierwsze kilkanaście lat dodatkową odmianą akcji typu A były akcje przedsiębiorstw państwowych, które nie mogły być przedmiotem handlu giełdowego – do ich sprzedaży wymagana była zgoda administracyjna. W związku z malejącym zainteresowaniem segmentem akcji typu B (przede wszystkim wskutek

---

<sup>591</sup>Warto podkreślić, że o ile ulokowanie giełdy w Szanghaju jest potwierdzeniem kontynuacji tej części historii gospodarczej Chin (rozpoczętej w XIX w.), o tyle otwarcie giełdy w Shenzhen jest skutkiem przemian gospodarczych ostatnich dziesięcioleci XX w., kiedy to miasto z niewielkiego i zacofanego stało się jednym z najludniejszych i najbogatszym w całym kraju. Zob. H. Araújo, J.P. Cardenal, op. cit., s. 342.

<sup>592</sup>S. Wong, op. cit., s. 397.

<sup>593</sup>M. Bojańczyk, *Rozwój rynku kapitałowego w Chinach*, [w:] *Chiny w globalnym świecie*, op. cit., s. 67; S. Heilmann, *The Chinese Stock Market: Pitfalls of a Policy-driven Market*, "Trier University Center for East Asian and Pacific Studies China Analysis", nr 15, s. 5.

<sup>594</sup>[www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20111220000017&cid=1202](http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20111220000017&cid=1202), data dostępu: 22.07.2013.

<sup>595</sup>S. Wong, op. cit., s. 396-397.

popularności notowań na giełdzie w Hong Kongu oraz łagodzenia ograniczeń dla inwestorów zagranicznych w zakresie akcji typu A)<sup>596</sup>, chiński rynek akcji wydaje się obecnie przybierać w tym aspekcie bardziej jednorodną strukturę, z wyłącznie dwoma typami akcji – A i H. Należy to ocenić pozytywnie z punktu widzenia rozwoju rynku akcji, gdyż staje się on bardziej przejrzysty, likwidowany jest także sztuczny podział giełd chińskich na dwa segmenty w różnych walutach.

**Tabela 4.3. Klasyfikacja akcji w Chinach**

Typ	Waluta	Giełda/y	Dodatkowe informacje
A	RMB	Szanghaj, Shenzhen	najważniejsza kategoria pod względem kapitalizacji i obrotów; dostępne dla inwestorów krajowych i zagranicznych (od 2002 r.; nadal z ograniczeniami)
B	USD/HKY	Szanghaj (USD), Shenzhen (HKY)	dostępne dla inwestorów krajowych (od 2001 r.) i zagranicznych
H	HKY	Hong Kong	główny kanał dostępu do rynku chińskiego dla inwestorów zagranicznych; spółki chińskie wprowadzane są na giełdę w Hong Kongu na zasadzie notowania równoległego

Źródło: Opracowanie własne na podst. J. Fowler, L. Li, T. Naughton, *Short Term Equity Returns of Chinese IPOs, 1999 to 2004 : Excess Demand Social Policy and Wealth Effects*, "Journal of Emerging Market Finance", wol. 7, nr 2, 2008, s. 201; S. Kern (red.), *China's financial markets – a future global force?*, "Deutsche Bank Research", March 16, 2009, s. 9.

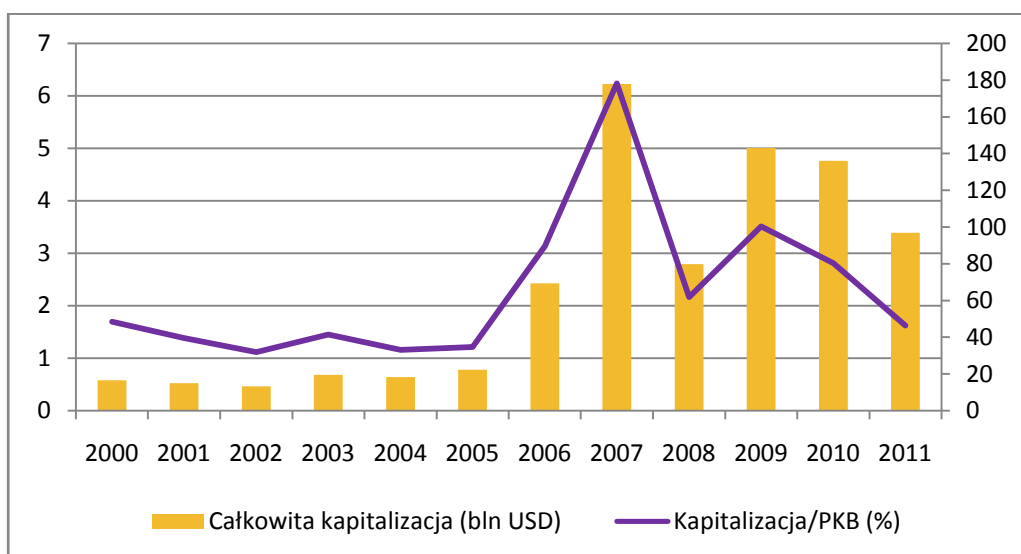
Kapitalizacja chińskiego rynku akcji (wyrażona w bieżących USD oraz jako odsetek PKB) szybko wzrastała już w latach 90. XX w., czyli w okresie relatywnie niskiego poziomu zaawansowania mechanizmów obrotu i słabości otoczenia prawnego – na giełdę wprowadzane były niemal wyłącznie spółki państwowe w celu pozyskania kapitału na ich działalność i przeprowadzenia ograniczonej prywatyzacji. Relatywna kapitalizacja <sup>597</sup> zwiększyła się z 4,3% PKB na koniec 1992 r. do 21,7% w 1997 r. Następnym impulsem wzrostowym było zniesienie części barier dla inwestorów instytucjonalnych oraz poprawa efektywności nadzoru giełdowego, czego skutkiem był ponad dwukrotny wzrost kapitalizacji w latach 1998-2000 do poziomu 48,5% PKB, mimo kryzysu azjatyckiego mającego poważne

<sup>596</sup>J. Noble, *End of the road for China's 'B' market*, "Financial Times", January 9, 2013.

<sup>597</sup>Ze względu na opisane wcześniej manipulacje kursem waluty bardziej wiarygodna jest analiza danych względnych dotyczących chińskiego rynku akcji niż wyrażonych w USD. Dodatkowym problemem w obliczaniu kapitalizacji spółek chińskich jest równoległe notowanie części z nich w ChRL i Hong Kongu. W rezultacie ceny akcji w tym samym momencie często znacząco się różniły (przy braku ograniczeń w przepływach kapitału taka sytuacja nie mogłaby mieć miejsca). W takich przypadkach analizowane dane pochodzą z wyceny na giełdach chińskich.

konsekwencje dla większości krajów regionu. W 2000 r. chiński rynek akcji stał się w ujęciu względnym po raz pierwszy największym wśród krajów BRIC.

**Rys. 4.14. Kapitalizacja rynku akcji w Chinach w latach 2000-2011**



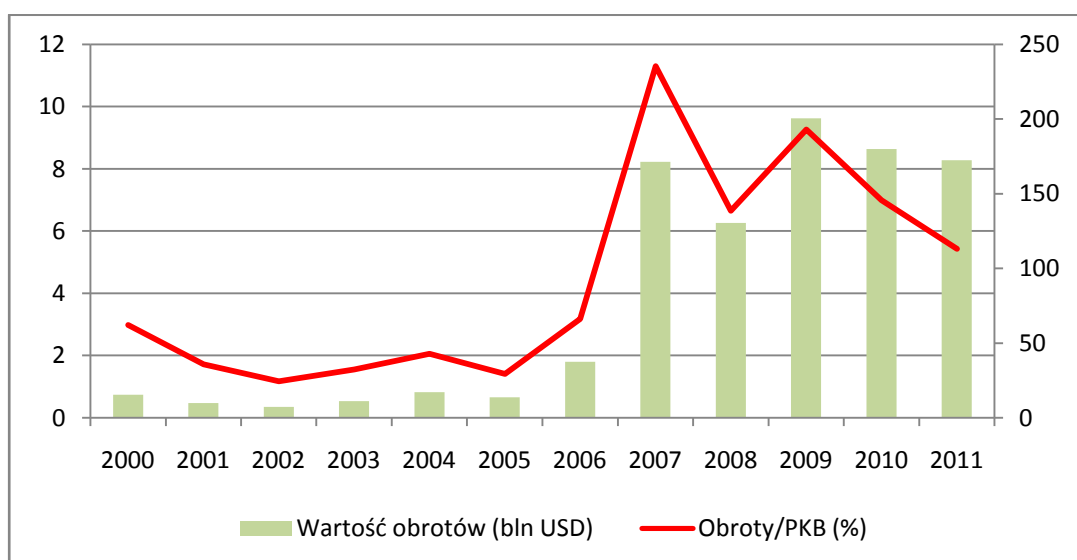
Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.

W latach 2001-2005 kapitalizacja chińskiego rynku kształtowała się w przedziale ok. 30-40% PKB (zob. rys. 4.14). W okresie tym gospodarka chińska rozwijała się w wysokim tempie (średni roczny wzrost PKB powyżej 10% związany m.in. z pozytywnymi skutkami przystąpienia do WTO), ale roczny przyrost kapitalizacji następował w niższym tempie – nie zmieniło tego wprowadzenie zmian w zakresie kategorii akcji, które rozszerzyły zakres możliwości inwestycyjnych dla podmiotów krajowych i zagranicznych. Gwałtowny wzrost względnej kapitalizacji nastąpił pomiędzy latami 2005 i 2007 (w 2007 r. 178% PKB; najwięcej w historii rynków kapitałowych państw BRIC), co z jednej strony wynikało z większego wykorzystania rynku akcji przez przedsiębiorstwa, a z drugiej z poprawy postrzegania atrakcyjności inwestycyjnej Chin przez inwestorów zagranicznych związanej m.in. z dalszymi zmianami w systemie kategoryzacji akcji oraz coraz wyższym poziomem otoczenia prawnego i instytucjonalnego. Kolejne lata to, podobnie jak na innych światowych giełdach, najpierw wyraźny spadek kapitalizacji (do 62% PKB), później odbicie cen akcji, jednak w przeciwieństwie do pozostałych krajów BRIC, w Chinach już w 2010 r. nastąpiło ponowne zmniejszenie – na koniec 2011 r. relatywna kapitalizacja wyniosła ok. 46%, tj. jedynie nieznacznie więcej niż w Rosji, a także poniżej wartości z 2006 r. Spadek kapitalizacji w Chinach miał miejsce mimo tego, że tempo wzrostu PKB było nadal wysokie (9-10%), a wynikał z wycofywania kapitału przez inwestorów obawiających się możliwego wyraźniejszego spadku dynamiki gospodarczej. Na koniec 2011 r. w ujęciu absolutnym

chiński rynek akcji zajmował 3. miejsce na świecie po USA i Japonii (3,4 bln USD w bieżących USD).

Zmiany poziomu płynności przebiegały w Chinach w kierunku zbliżonym do przemian w zakresie kapitalizacji. W latach 1992-1997 nastąpił wzrost relatywnych obrotów z 4% do 39% PKB, czyli dynamika była wyższa niż dla kapitalizacji – wielkość obrotów wzrastała szybciej niż wartość notowanych spółek, co oznacza, że dość aktywnie handlowano niewielką dostępną liczbą akcji, a braki technologiczne i w systemie prawnym nie stanowiły poważnej przeszkody dla inwestorów krajowych przeprowadzających transakcje (zagraniczni byli niemal nieobecni). Następnym okresem szybkiego wzrostu płynności to lata 1999 i 2000 – obroty w drugim z wymienionych okresów wyniosły 722 mld USD, tj. ok. 60% PKB. Warto zaznaczyć, że zwiększanie się kapitalizacji i płynności w ostatnich latach XX w. nie oznaczało w Chinach wzrostu poziomu rozwoju rynku. Konieczne jest uwzględnienie wartości współczynnika obrotu opartego na danych o skorygowanej kapitalizacji, ponieważ w latach 90. XX w. odsetek akcji znajdujących się w obrocie giełdowym lub, szerzej, możliwych do sprzedania/kupienia na rynku był ze względu na ograniczenia administracyjne bardzo niski. Pomijając giełdę w Hong Kongu, na której wówczas notowanych było stosunkowo niewiele spółek chińskich, tak obliczony wskaźnik wynosił w latach 1994-1999 średnio ponad 500%, a w niektórych latach nawet ponad 1000%, co wskazuje na wyraźnie spekulacyjny charakter przeprowadzanych operacji<sup>598</sup>.

**Rys. 4.15. Obroty na rynku akcji w Chinach w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. *World Development Indicators 2012*, op. cit.; *HKEx Factbook 2012*, Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd., Hong Kong 2013, s. 37.

<sup>598</sup>Był on spowodowany kilkoma czynnikami: brakiem poza giełdą innych alternatyw do lokowania środków na nisko oprocentowanych rachunkach w bankach, trudnościami z prawidłową wyceną państwowych spółek, manipulowaniem kursami akcji na szeroką skalę. Zob. S. Wong, op. cit., s. 415-419.

Od 2000 r. płynność w skali całego rynku zaczęła się obniżać (zob. rys. 4.15), jednocześnie rósł udział obrotów na giełdzie w Hong Kongu w łącznej wartości transakcji akcjami chińskich spółek. Zmniejszenie wielkości obrotów (tak jak wcześniej kapitalizacji) w pierwszych latach XXI w. było spowodowane paradoksalnie w dużym stopniu działaniami nadzoru giełdowego mającymi na celu poprawę jakości zarządzania spółkami oraz zwiększenie ochrony praw akcjonariuszy. W ich wyniku z rynku akcji wycofała się znaczna część inwestorów typowo spekulacyjnych, korzystających z niejasnych zasad działania giełd. Nie nastąpił jednak napływ kapitału ze strony inwestorów długoterminowych, gdyż rynek był nadal w zbyt wysokim stopniu nieprzejrzysty, a wyniki finansowe większości państwowych spółek słabe. Ponadto, w związku z redukcją udziałów państwa w części spółek wzrosła podaż ich akcji, a ceny spadły<sup>599</sup>.

Zmiany płynności od 2006 r. i ich przyczyny były zbliżone do opisanych przy okazji omawiania kapitalizacji. Najwyższą względną wartość obrotów odnotowano w 2007 r. (235% PKB), bezwzględną w 2009 r. (9,63 bln USD). Spadek relatywnej płynności w okresie 2010-2011 miał miejsce na mniejszą skalę niż kapitalizacji i obroty pozostały na wciąż wysokim poziomie 113% PKB, porównywalnym z średnią dla KWR. Wartość współczynnika obrotu, który od 2008 r. jest zbliżony do 2 (w 2008 r. i 2011 r. nawet przekroczył tę granicę), świadczyć może o ponownym wzroście udziału transakcji spekulacyjnych (dotyczy to wszystkich trzech giełd – chińskich i w Hong Kongu), lecz na mniejszą skalę niż pod koniec poprzedniego stulecia. Chiny zajmują od 2009 r. 2. miejsce na świecie (za USA) pod względem wartości obrotów – w 2011 r. wartość transakcji w bieżących USD była ok. 4 razy niższa, jednak biorąc pod uwagę niedoszacowanie chińskiej waluty różnica jest mniejsza (chińskie obroty to ok. 44% amerykańskich).

Od chwili wznowienia działalności przez giełdę w Szanghaju i utworzenia parkietu w Shenzhen stale wzrasta liczba notowanych spółek, zarówno w ujęciu absolutnym, jak i w przeliczeniu na 10 tys. mieszkańców, trend ten można było zaobserwować także w latach 2000-2011 (zob. rys. 4.16). Początkowo, w 1991 r., na chińskich giełdach można było kupić lub sprzedać akcje 14 przedsiębiorstw, w 1993 r. już 183 (w tym samym roku 6 spółek zostało dopuszczonych do rynku w Hong Kongu), a w 2000 r. łączna liczba spółek giełdowych przekroczyła po raz pierwszy 1 tys. Poziom 2 tys. spółek został przekroczony w 2010 r.; na koniec 2011 r. w obrocie giełdowym znajdowały się akcje 2342 przedsiębiorstw, co dawało Chinom 6. miejsce na świecie. Relatywna liczba notowanych spółek również się zwiększała,

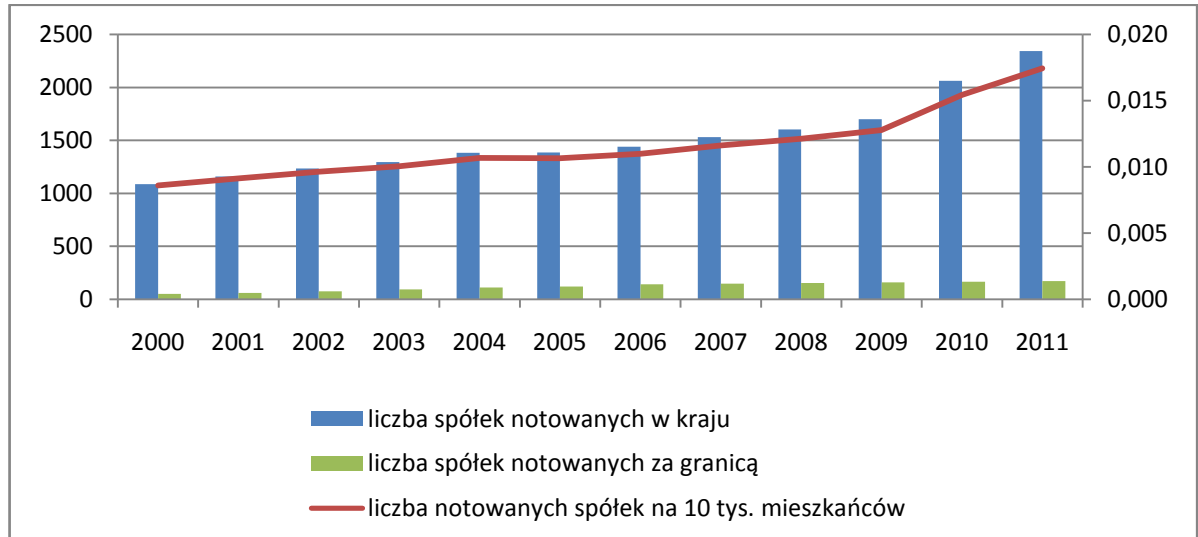
---

<sup>599</sup>Ibid., s. 420-421.



jednak znajdowała się na poziomie o połowę niższym niż przeciętny w KSR (w 2011 r. 0,017 wobec średniej ok. 0,03) i zdecydowanie poniżej wskaźnika dla KWR, co wskazuje na wciąż niewielki zakres wykorzystania tej formy dostępu do rynku kapitałowego.

**Rys. 4.16. Liczba notowanych spółek krajowych w Chinach w latach 2000-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit.; *World Development Indicators 2012*, op. cit.; *China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, China Securities Regulatory Commission, Beijing 2013, s. 119.

Główną i stale zwiększającą swój udział w rynku akcji grupą chińskich przedsiębiorstw giełdowych (pod względem kapitalizacji i obrotów) są spółki z akcjami typu A, bez akcji typu B (ewentualnie dodatkowo z akcjami notowanymi za granicą). W 2000 r. było w Chinach 974 takich podmiotów (ok. 90% całości), w 2006 r. 1325 (ok. 92%), w 2011 r. 2234 (ok. 95%)<sup>600</sup>, z każdym rokiem malał za to odsetek spółek z akcjami typu B (miały one zaledwie kilkuprocentowy udział w rynku, powodem jest przesunięcie popytu inwestorów zagranicznych w stronę akcji typu A i H w wyniku zmniejszenia barier prawnych). Rosła również liczba spółek chińskich, które poza akcjami typu A wyemitowały akcje notowane na obcych giełdach (w statystykach CSRC ujmowane są wyłącznie spółki notowane równolegle w Hong Kongu) – z 52 w 2000 r. (zob. rys. 4.16) tj. 4,8% całości do 171 w 2011 r., czyli 7,3% wszystkich spółek.

Z opisywanych giełd największą pod względem kapitalizacji wyrażonej w bieżących USD była na koniec 2011 r. szanghajska, z całkowitą wartością notowanych spółek większą o ok. 100 mld USD niż w Hong Kongu (zob. tabela 4.4; ze względu na różne źródła danych prezentowane statystyki mogą się różnić nieznacznie od wcześniej omówionych). Biorąc pod uwagę wyłącznie kapitalizację spółek chińskich (tj. z akcjami typu A, B lub H, bez zarejestrowanych za granicą), przewaga obu giełd położonych na terenie ChRL nad rynkiem

<sup>600</sup> *China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, op. cit., s. 119.

w Hong Kongu jest dość znacząca. W 2011 r. spółki chińskie wyemitowały i sprzedały poprzez rynek akcji papiery wartościowe warte 132,7 mld USD, z czego najwięcej, ponad połowę, z wykorzystaniem giełdy w Shenzhen, która zajmowała również 1. miejsce pod względem liczby notowanych spółek – 1411 takich przedsiębiorstw według stanu na 31.12.2011 r. Giełda ta wykorzystywana jest przede wszystkim przez mniejsze spółki, w wyniku czego łączna kapitalizacja jest niższa niż w Szanghaju, jednak względna aktywność uczestników obrotów zdecydowanie wyższa – w Szanghaju współczynnik obrotu wyniósł w 2011 r. 1,56, a w Shenzhen 2,70, co może wskazywać na bardziej spekulacyjny charakter dokonywanych transakcji. Udział giełdy w Hong Kongu pod względem liczby notowanych spółek, wartości obrotów i emisji akcji to od 7 do 9%. Jednocześnie spółki chińskie stanowią istotną część rynku w Hong Kongu – w 2011 r. 40% obrotów i 24% kapitalizacji<sup>601</sup>.

**Tabela 4.4. Porównanie giełd w Szanghaju, Shenzhen i Hong Kongu w 2011 r.**

	<b>Szanghaj</b>	<b>Shenzhen</b>	<b>Hong Kong</b>
łączna kapitalizacja (mld USD)	2357	1055	2258
kapitalizacja spółek chińskich	j.w.	j.w.	542
łączne obroty (mld USD)	3670	2844	1445
obroty spółkami chińskimi	j.w.	j.w.	564
udział w całości obrotów spółkami chińskimi	52%	40%	8%
liczba notowanych spółek chińskich	931	1411	171
emisja akcji spółek chińskich (mld USD)	49,6	71,6	11,5
udział w łącznej emisji chińskich spółek	37%	54%	9%

Źródło: Opracowanie własne na podst. [www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics), data dostępu: 14.12.2012; *HKEx Factbook 2012*, op. cit., s. 12-20; *China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, op. cit., s. 119; [http://www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd\\_fr.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd_fr.htm), data dostępu: 25.07.2013.

Giełdy chińskie różnią się istotnie od giełdy w Hong Kongu pod względem struktury uczestników obrotu, co spowodowane jest przede wszystkim odmienną ścieżką rozwoju i rozmiarem gospodarczym ChRL i Hong Kongu. W Chinach władze już na początku lat 90. XX w. wprowadziły ograniczenia wpływające zarówno na podaż akcji, jak i na popyt. Ze strony podażowej ściśle regulowano wielkość emisji akcji. Stronę popytową kontrolowano wykorzystując m.in. opisany system kategorii akcji oraz zakaz nabywania akcji przez instytucje finansowe; w drugiej połowie lat 90. XX w. ograniczenie rozszerzono na wszystkie przedsiębiorstwa państwowe oraz spółki giełdowe<sup>602</sup>. Od 1999 r. władze zaczęły

<sup>601</sup>Jezeli doliczone zostaną spółki zarejestrowane poza ChRL, ale kontrolowane przez chińskich przedsiębiorców lub władze (tzw. *red chips*), to wskaźniki te są jeszcze wyższe – 66% obrotów i 55% kapitalizacji, co pokazuje, że giełda w Hong Kongu stała się (od ok. 2006 r.) w istocie kolejną giełdą chińską, zdominowaną przez przedsiębiorstwa w mniejszym lub większym stopniu powiązane z ChRL. Zob. *HKEx Market Statistics 2011*, Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd., Hong Kong 2012, s. 15-17.

<sup>602</sup>S. Wong, op. cit., s. 397-398.

liberalizować zasady funkcjonowania rynku akcji, zaczynając od zniesienia części ograniczeń, poprzez zmianę systemu klasyfikacji akcji, a na dopuszczeniu od września 1999 r. inwestorów instytucjonalnych kończąc<sup>603</sup>. W 2002 r. uruchomiono program Qualified Foreign Institutional Investors (w skrócie QFIIs), za pomocą którego inwestorzy zagraniczni spełniający określone wymogi mogą dokonywać transakcji akcjami typu A (w wyznaczonych wartościowo granicach, początkowo maksymalna roczna kwota inwestycji wynosiła ok. 4 mld USD, w ostatnich latach wyraźnie ją zwiększono do ok. 80 mld USD w 2012 r.)<sup>604</sup>.

Konsekwencją obowiązujących do pewnego momentu barier dla inwestorów instytucjonalnych na giełdach chińskich jest ich relatywnie słaba pozycja, choć umacniająca się w ostatnim okresie<sup>605</sup>. W 2010 r. inwestorzy indywidualni przeprowadzili wartościowo ok. 60% transakcji i posiadali ok. 40% akcji w wolnym obrocie giełdowym – dla porównania w 2006 r. udział w kapitalizacji wynosił 70%<sup>606</sup>. Na koniec 2012 r. na terenie ChRL zarejestrowanych było 77 towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) o łącznych aktywach netto 468 mld USD, w tym 220 mld USD akcji<sup>607</sup>. Poza TFI, które były największą grupą inwestorów instytucjonalnych, kolejne miejsca pod względem udziału w kapitalizacji i obrotach na rynku akcji zajmowały: państwowy fundusz ubezpieczeń społecznych, firmy ubezpieczeniowe, towarzystwa emerytalne, QFIIs (207 podmiotów posiadających akcje warte 49 mld USD) oraz domy maklerskie. Relatywnie słaba pozycja inwestorów instytucjonalnych wpływała niekorzystnie na procesy zachodzące na rynku akcji ze względu na przewagę transakcji spekulacyjnych przeprowadzanych przez inwestorów detalicznych (ocenia się dodatkowo, że znaczna część kont indywidualnych należy w rzeczywistości do instytucji państwowych np. wojska czy lokalnych władz, które omijają w ten sposób wymogi dotyczące składania depozytów w bankach)<sup>608</sup>. Ponadto, poziom zaawansowania technologicznego oraz jakość kadry chińskich inwestorów instytucjonalnych były niskie, co przy niewielkim udziale podmiotów z globalnych grup finansowych sprawiało, że problemy (takie jak np. powstawanie baniek spekulacyjnych) miały miejsce z jeszcze większym natężeniem. Kwestia ta dostrzegana jest przez chiński nadzór finansowy, który podejmuje działania w celu

---

<sup>603</sup>Ibid.

<sup>604</sup>*Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) Brochure Special Edition*, PwC Zhong Tian CPAs Limited Company, 2012, s. 2.

<sup>605</sup>Inne istotne czynniki, które wpłynęły na ukształtowanie się struktury rynku z niewielką rolą instytucji finansowych, to mało rozbudowana oferta funduszy inwestycyjnych, brak nowoczesnych instrumentów finansowych, bardzo niski odsetek obywateli korzystających z ubezpieczeń (każdego typu), a także skomplikowany nadzór nad tym obszarem rynku (sprawowany równocześnie przez CSRC, CBRC i CIRC). Zob. S. Kern (red.), op. cit., s. 10.

<sup>606</sup>*China's Capital Markets: The Changing Landscape*, KPMG, Hong Kong 2011, s. 7.

<sup>607</sup>*China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, op. cit., p. 25.

<sup>608</sup>S. Kern (red.), op. cit.

zwiększenia udziału akcji w aktywach funduszy inwestycyjnych poprzez m.in. liberalizację przepisów; rynek jest też coraz bardziej otwarty dla QFIIs<sup>609</sup>.

Struktura obrotów na giełdzie w Hong Kongu jest całkowicie odmienna. Główną różnicą, spowodowaną przede wszystkim niewielkim rozmiarem gospodarki w stosunku do wielkości rynku akcji, jest niewielki udział krajowych inwestorów detalicznych – w 2011 r. wynoszący 22% (jeszcze mniejszy podmiotów zagranicznych tego typu – 4%)<sup>610</sup>. Najważniejszą kategorią uczestników rynku są zagraniczni inwestorzy instytucjonalni (42%), wśród których w 2011 r. 10% pochodziło z ChRL, co wskazuje na to, że chińskie fundusze inwestycyjne, mimo szerokiej gamy papierów wartościowych dostępnych na rynku krajowym, decydują się na lokowanie kapitału na bardziej rozwiniętej giełdzie w Hong Kongu. Część z nich nabywa akcje spółek, które notowane są także w kraju, ale ze względu na większe bezpieczeństwo obrotu i więcej dostępnych instrumentów wybiera ten rynek; poza tym z powodu ograniczeń w przepływie kapitału jeszcze kilka lat temu występowały istotne różnice w wycenie akcji tych samych przedsiębiorstw, zazwyczaj cena akcji w Hong Kongu była zdecydowanie niższa<sup>611</sup>.

Handel akcjami na wszystkich trzech prezentowanych giełdach odbywa się za pomocą systemów elektronicznych, uruchomionych w latach 90. XX w., różniących się między sobą w kwestiach technicznych. Wszystkie z nich zaliczane są do jednych z najnowocześniejszych na świecie<sup>612</sup>. Na giełdzie w Szanghaju transakcje są przeprowadzane za pomocą scentralizowanego systemu aukcyjnego (rynek kierowany zleceniami), dodatkowo wprowadzono limity bezpieczeństwa w celu zapobiegania nadmiernym wahanom cen (ograniczenia maksymalnego spadku/wzrostu cen w skali dnia do 10%)<sup>613</sup>. Handel na giełdzie w Shenzhen odbywa się za pomocą dość zbliżonych mechanizmów, ale ze względu na notowanie dużej liczby mało płynnych spółek przy operacjach przekraczających określone limity wprowadzono dodatkowo system transakcji negocjowanych pomiędzy zainteresowanymi stronami, podczas których ustalana jest ich cena i wielkość, a giełda

---

<sup>609</sup> *China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, op. cit., s. 42-43.

<sup>610</sup> *HKEx Market Statistics 2011*, op. cit., s. 587.

<sup>611</sup> Giełda w Hong Kongu stworzyła specjalny indeks – Hang Seng China AH Premium Index, który służy do pomiaru tej różnicy. W szczytowym momencie, jesienią 2008 r., ceny akcji tych samych spółek były w ChRL o niemal 80% wyższe niż w Hong Kongu. Pod koniec 2010 r. po raz pierwszy doszło do odwrócenia sytuacji (akcje droższe w Hong Kongu), jednak już w drugiej połowie 2011 r. ceny w Szanghaju i Shenzhen ponownie były wyższe (o ok. 40%). Zob. *Hang Seng China AH Premium Index June 2013*, Hang Seng Indexes Company Limited, Hong Kong 2013, s. 1-2.

<sup>612</sup> Z. Chen, *The Stock Market in China's Modernization Process: Its Past, Present and Future Prospects*, Yale School of Management, New Haven 2006, s. 1-2.

<sup>613</sup> <http://english.sse.com.cn/tradmembership/>, data dostępu: 26.07.2013.

odpowiedzialna jest za techniczne wykonanie zlecenia<sup>614</sup>. Mimo bardziej rozbudowanego systemu obrotu w Hong Kongu jego centralne elementy są zbliżone do giełd chińskich tzn. transakcje są przeprowadzane na rynku kierowanym zleceniami<sup>615</sup>. W przeciwieństwie do giełd ChRL w Hong Kongu brak automatycznych mechanizmów bezpieczeństwa przy znaczących wahaniami kursów papierów.

Spółki chińskie mogą zostać dopuszczone do notowań na różnych segmentach (dotyczy to wyłącznie podmiotów z akcjami typu A i H, nie zaś B), wyjątkiem jest w Szanghaju, która oferuje wyłącznie jeden, wykorzystywany głównie przez średnie i duże przedsiębiorstwa (wymogi to m.in. kapitalizacja wynosząca co najmniej 50 mln RMB i *free float* 25%; dla większych spółek 10%)<sup>616</sup>.

Struktura dwóch pozostałych giełd jest bardziej zróżnicowana. W Shenzhen, poza segmentem głównym (oficjalna nazwa to Rynek Główny) spółki mogą być notowane na dwóch innych platformach obrotu – Small & Medium Enterprise Board (w skrócie SME Board) i ChiNext<sup>617</sup>. Otwarcie SME Board w 2004 r. (w ramach Rynku Głównego) miało służyć zwiększeniu dostępu do finansowania poprzez emisję akcji dla mniejszych przedsiębiorstw, które potrzebowały kapitału na dalszą ekspansję. ChiNext, podobnie jak SME Board, składa się z platformy obrotu osobnej w stosunku do Rynku Głównego, skierowany jest jednak do najmniejszych spółek (zwłaszcza z sektora prywatnych przedsiębiorstw zaawansowanych technologii) i w związku z tym oparty na odrębnych wymogach prawnych i mechanizmach finansowania inwestycji oraz zarządzania ryzykiem. Utworzenie dwóch wspomnianych segmentów przyczyniło się do zwiększenia liczby spółek mogących potencjalnie skorzystać z emisji akcji oraz poprawy płynności akcji mniejszych przedsiębiorstw. O tym, że dwa nowe segmenty stały się znaczącą częścią giełdy w Shenzhen, świadczy struktura kapitalizacji – według stanu na koniec grudnia 2012 r. łączna kapitalizacja wyniosła 1,285 bln USD, z tego Rynku Głównego 0,539 bln USD, SME Board 0,539 bln USD, a ChiNext 0,207 bln USD<sup>618</sup>.

Giełda w Hong Kongu dzieli się na dwa segmenty – Rynek Główny i Growth Enterprise Market (w skrócie GEM). Rynek Główny przeznaczony jest dla większych spółek, a GEM (utworzony w 1999 r.) dla mniejszych przedsiębiorstw, niespełniających wszystkich

---

<sup>614</sup><http://www.szse.cn/main/en/Products/Trading/TradingSystem/>, data dostępu: 26.07.2013.

<sup>615</sup><http://www.hkex.com.hk/eng/global/faq/securities%20market.htm>, data dostępu: 26.07.2013.

<sup>616</sup>[http://edu.sse.com.cn/sseportal/en/c02/p1116/c1502\\_p1116.shtml](http://edu.sse.com.cn/sseportal/en/c02/p1116/c1502_p1116.shtml), data dostępu: 25.07.2013.

<sup>617</sup>C. Liu, *Chinese Capital Market Takeover and Restructuring Guide*, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn 2011, s. 1-5.

<sup>618</sup><http://www.szse.cn/main/en/MarketStatistics/MarketOverview/>, data dostępu: 25.07.2013.

wymogów Rynku Głównego z kapitalizacją na czele<sup>619</sup>. Najważniejszą przewagą obu segmentów w Hong Kongu w stosunku do giełd chińskich są ostrzejsze wymogi stawiane notowanym spółkom, w tym w zakresie zarządzania przedsiębiorstwem, sprawozdawczości finansowej i struktury właścicielskiej akcji, co sprawia, że są one preferowane przez inwestorów instytucjonalnych.

Obecnie nadzór nad rynkiem akcji na obszarze ChRL sprawuje CSRC. Początkowo zadanie to należało do banku centralnego, ale ze względu na niemal nieistniejące ramy instytucjonalne oraz brak scentralizowanych systemów handlu skuteczność kontroli była niska. W 1992 r., po zamieszkach z udziałem tysięcy osób spowodowanych manipulacją przydziału akcji przez urzędników podczas IPO w Shenzhen, utworzono CSRC i jednocześnie wprowadzono ograniczenia w zakresie emisji akcji<sup>620</sup>. W pierwszym okresie jakość nadzoru nie uległa jednak znaczącej poprawie, o czym świadczą szacunki, zgodnie z którymi w latach 90. XX w. ponad 30% transakcji było elementem manipulacji giełdowych, nierzadko z wykorzystaniem nielegalnych fikcyjnych rachunków maklerskich, których liczba mogła wynosić nawet 70 mln<sup>621</sup>.

**Tabela 4.5. Najistotniejsze wydarzenia w nadzorze giełdowym Chińskiej Republiki Ludowej od 1997 r.**

rok	opis
1997	CSRC uzyskuje bezpośrednią kontrolę nad handlem akcjami na giełdach w Szanghaju i Shenzhen
1999	zaczyna obowiązywać pierwsza ustawa dotycząca papierów wartościowych
2001	CSRC ogłasza „rok nadzoru rynkowego” i prowadzi śledztwa obejmujące nielegalne działania na rynku akcji
2001	chiński Sąd Najwyższy po raz pierwszy zezwala na prowadzenie postępowań cywilnych przeciw notowanym spółkom
2003	przyjęcie ustawy regulującej funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych
2005	nowelizacja prawa handlowego i zwiększenie wymogów dotyczących ładu korporacyjnego w spółkach
2007	uchwalenie ustawy dotyczącej praw własności, zwiększającej m.in. prawa akcjonariuszy prywatnych

Źródło: Opracowanie własne na podst. S. Wong, op. cit., s. 395-425; S. Heilmann, op. cit., s. 2-10; [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/laws/](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/), data dostępu: 27.07.2013.

Zmiany w systemie nadzoru giełdowego zaczęto wprowadzać w drugiej połowie lat 90. XX w. – najważniejsze reformy zostały przedstawione w tabeli 4.5. W ich rezultacie doszło do ukształtowania obecnej struktury nadzorczej, w ramach której większość zadań należy do

<sup>619</sup>[http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq\\_pro/listreq/equities.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/listreq/equities.htm), data dostępu: 27.07.2013.

<sup>620</sup>S. Wong, op. cit., s. 402-403.

<sup>621</sup>Ibid., s. 419.

CSRC. Funkcje tej instytucji to m.in. przygotowywanie, zmiana i wdrażanie przepisów prawnych dotyczących rynku papierów wartościowych, wydawanie zezwoleń na przeprowadzenie emisji akcji (w porozumieniu z NDRC, która decyduje o wielkości i czasie transakcji)<sup>622</sup>, prowadzenie postępowań i nakładanie kar w sytuacji naruszenia przepisów, w tym z wykorzystaniem biur regionalnych, które odpowiedzialne są za kontrolę nad rynkami lokalnymi<sup>623</sup>. CSRC współpracuje ponadto z organizacjami zajmującymi się wewnętrzną kontrolą w obu giełdach i stowarzyszeniami uczestników obrotów giełdowych i pozagiełdowych<sup>624</sup>.

Całkowita efektywność chińskiego nadzoru giełdowego pozostaje wciąż niska, czego podstawową przyczyną są zbyt ściśle powiązania z aparatem władzy – CSRC jest traktowana jako jeden z organów administracji rządowej i służy realizacji celów polityki gospodarczej władz, a nie zapewnieniu bezpieczeństwa podmiotom na rynku kapitałowym. Przejawia się to na wiele sposobów, do których można zaliczyć<sup>625</sup>:

- ograniczanie rozprzestrzeniania informacji niekorzystnych dla notowanych spółek lub rynku jako całości w celu wsparcia znajdujących się w trudnej sytuacji przedsiębiorstw państwowych finansujących się poprzez giełdy,
- wprowadzanie przepisów służących utrzymaniu wysokich wycen akcji i dostępu do taniego źródła finansowania, a nie bezpieczeństwu systemu finansowego (przykładem regulacje dotyczące IPO),
- w zbliżony do powyższego sposób (zwiększający ceny akcji) działały wytyczne dla funduszy inwestycyjnych i domów maklerskich,
- CSRC rzadko podejmowała dochodzenia w sytuacji, gdy mogło to doprowadzić do spadku cen akcji<sup>626</sup> (wyjątkiem była realizacja doraźnych celów politycznych np. uspokojenie dużej grupy niezadowolonych inwestorów); zaczęło się to zmieniać po 2010 r., gdy miały miejsce silne spadki indeksów giełdowych i obawiano się odpływu inwestorów zagranicznych – w 2012 r. nałożono kary w wysokości 71 mln USD<sup>627</sup>.

Znacznie wyższym stopniem niezależności charakteryzuje się nadzór giełdowy w Hong Kongu, sprawowany przez Komisję Papierów Wartościowych i Kontraktów Futures (ang. Securities and Futures Commission, w skrócie SFC)<sup>628</sup>. Do zadań SFC należy

---

<sup>622</sup>J. Fowler, L. Li, T. Naughton, op. cit., s. 200.

<sup>623</sup>*China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, op. cit., s. 13-14.

<sup>624</sup>*Ibid.*

<sup>625</sup>S. Heilmann, op. cit., s. 2-11.

<sup>626</sup>Z. Chen, op. cit., s. 15.

<sup>627</sup>*China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, op. cit., s. 49.

<sup>628</sup><http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/regintro/introreg.htm>, data dostępu: 27.07.2013.

zapewnianie przestrzegania przepisów dotyczących obrotu papierami wartościowymi oraz podejmowanie działań wspierających rozwój rynku kapitałowego (przepisy uchwalane są przez osobny organ, Securities and Futures Ordinance). SFC podzielona jest na cztery departamenty: Finansów Przedsiębiorstwa (nadzór nad emisjami akcji oraz fuzjami i przejęciami spółek giełdowych), Pośredników i Produktów Inwestycyjnych (wydawanie licencji dla handlujących i nadzór nad operacjami), Egzekwowania Prawa (prowadzenie postępowań i nakładanie kar) oraz Nadzoru nad Rynkami (kontrola funkcjonowania giełd i izb rozliczeniowych).

#### 4.2.5. Rynki akcji w państwach BRIC - podsumowanie

Tabela 4.6. Wybrane wskaźniki rynków akcji w krajach BRIC w latach 2000-2011

	<b>Brazylia</b>	<b>Rosja</b>	<b>Indie</b>	<b>Chiny</b>
relatywna kapitalizacja (2000 r.)	35,1%	15,0%/3,7%	31,2%	48,5%
relatywna kapitalizacja (2011 r.)	49,6%	42,9%/10,7%	54,9%	46,3%
zmiana 2011/2000	+41,5%	+186,0%	+76,2%	-4,5%
relatywne obroty (2000 r.)	15,7%	7,8%	107,4%	62,1%
relatywne obroty (2011 r.)	38,8%	61,7%	40,1%	113,0%
zmiana 2011/2000	+147,1%	+689,0%	-63,7%	+82,0%
współczynnik obrotu (2000 r.)	0,45	2,09	3,44	1,28
współczynnik obrotu (2011 r.)	0,78	5,76	0,73	2,44
zmiana 2011/2000	+74,7%	+175,8%	-78,8%	+90,7%

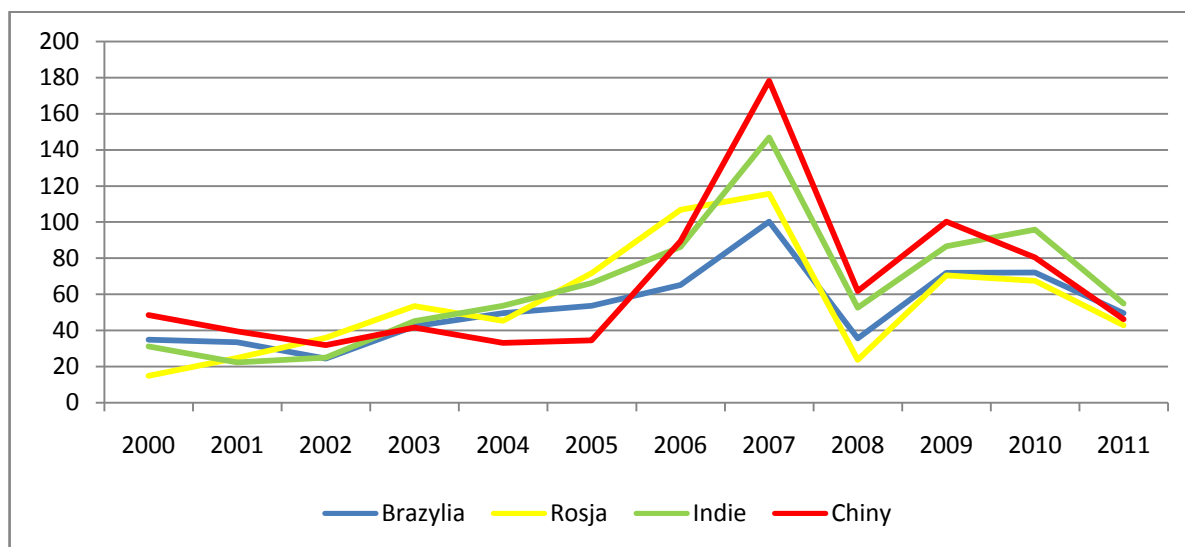
Zródło: Opracowanie własne. Kursywą zaznaczono wskaźniki obliczone z wykorzystaniem wielkości *free float*.

Historia rynków akcji w krajach BRIC jest nierozzerwalnie związana z przemianami w sferze politycznej i gospodarczej, jakie miały w nich miejsce począwszy od XIX w. Choć kształtowanie się systemów finansowych przebiegało w odmiennym tempie, to we wszystkich czterech krajach można wyróżnić kluczowe wydarzenia, które w latach 90. XX w. stały się impulsem prorozwojowym, a związane były z poprawą sytuacji makroekonomicznej – w Brazylii realizacja planu Real, w Rosji transformacja systemu gospodarczego, w Indiach reformy liberalizujące gospodarkę, a w Chinach włączenie rynku akcji do tworzonej hybrydy ustrojowej. Ścieżki rozwojowe poszczególnych rynków w niektórych aspektach były bardziej, w innych mniej zbliżone. Do pierwszych zaliczyć można podobne co do kierunku zmiany kursów głównych indeksów giełdowych np. na początku XXI w. (pęknięcie bańki internetowej) oraz w 2008 r. (światowy kryzys finansowy) i osiągnięcie maksymalnych



wartości względnej kapitalizacji w 2007 r. (poza Brazylią również absolutnej). Poprawie ulegała także infrastruktura rynkowa, giełdy zwiększały zakres dostępnych instrumentów finansowych. Wśród odmiennych cech rynków akcji krajów BRIC należy wymienić zmiany płynności (mierzonej relatywną wartością obrotów), która w Brazylii i Rosji od 2000 r. niemal stale zwiększała się, podczas gdy w Chinach i Indiach po 2007 r. silnie spadła, istotne różnice w zakresie efektywności nadzoru oraz struktury uczestników rynku (w Chinach i Indiach przeważają wciąż inwestorzy indywidualni, choć ich rola stopniowo maleje, zaś w Rosji i Brazylii inwestorzy instytucjonalni, odpowiednio zagraniczni i krajowi).

**Rys. 4.17. Kapitalizacja rynków akcji krajów BRIC w latach 2000-2011 (w %PKB)**

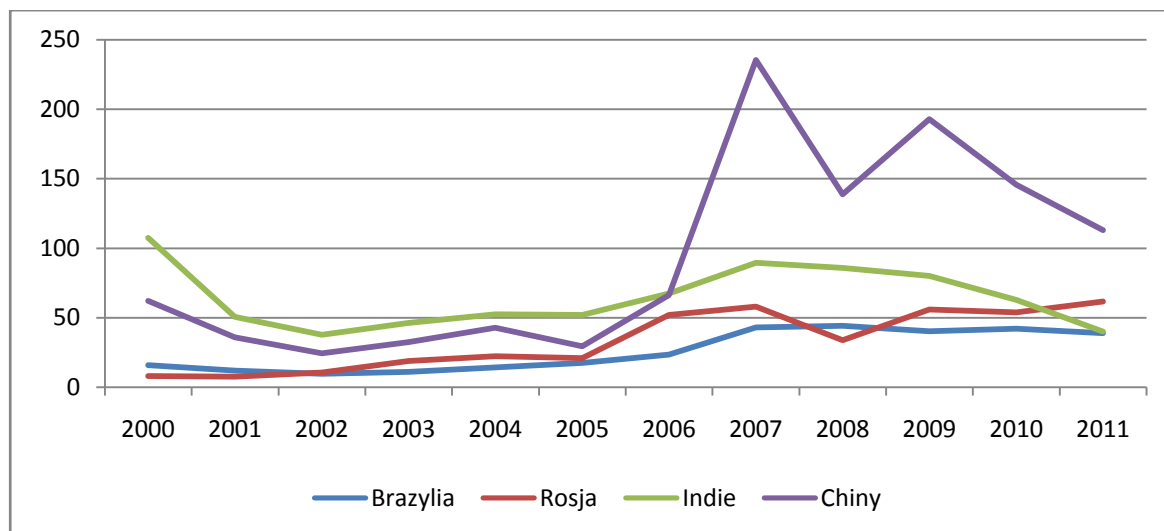


Źródło: Opracowanie własne.

Dane zamieszczone w tabeli 4.6 mogą być podstawą do porównania najważniejszych tendencji rozwojowych rynków akcji państw BRIC. W 2000 r. największym rynkiem był chiński z względną łączną wartością notowanych spółek wynoszącą 48,5% PKB po bardzo szybkim wzroście w drugiej połowie lat 90. XX w., będącym skutkiem wspierania tej części systemu finansowego przez władze i wykorzystywania go do finansowania działalności przedsiębiorstw państwowych. Najslabiej rozwinięty w tym aspekcie był rynek rosyjski, co nie uległo zmianie w trakcie omawianego okresu, choć można zauważyć, że kapitalizacja zwiększyła się o 186%, czyli najwięcej ze wszystkich krajów, przy czym należy podkreślić, że we współczesnej postaci zaczął funkcjonować dopiero od ok. 1995 r. (poziom odniesienia był więc stosunkowo niski). Ponadto, przy zastosowaniu skorygowanej kapitalizacji, uwzględniającej niedostępność dla handlującej istotnego odsetka akcji rosyjskich spółek giełdowych, pod względem rozmiarów odbiegał on znacząco od pozostałych krajów zarówno w 2000 r., jak i 2011 r. (skorygowana kapitalizacja 10,7%). Na koniec 2011 r. najwyższą względną kapitalizację odnotowano w Indiach (niecałe 55%). Zmiany kapitalizacji w latach

2000-2011 we wszystkich czterech krajach przebiegały podobnie pod względem kierunku i tempa (zob. rys. 4.17), co mogłoby potwierdzać oddziaływanie zbliżonych czynników na ten segment rynku kapitałowego i istotny stopień integracji z światowym systemem finansowym (załamanie cen akcji i wyraźny spadek kapitalizacji w 2008 r., widoczne skutki kryzysu zadłużeniowego w 2011 r.).

**Rys. 4.18. Obroty na rynkach akcji krajów BRIC w latach 2000-2011 (w %PKB)**



Źródło: Opracowanie własne.

Najbardziej płynnym rynkiem w 2011 r. był chiński z względnymi obrotami 113% PKB, ale w porównaniu z 2000 r. obroty najsilniej zwiększyły się w Rosji oraz Brazylii (zob. rys. 4.18). W Indiach nastąpił spadek płynności równy ok. 64%, jeżeli jednak przyjąć 2001 r. jako bazowy, to spadek wynosił dużo mniej, ok. 20%, co wynikało z wysokiej wartości obrotów na przełomie lat 1999 i 2000, kiedy indyjskie giełdy podlegały dużym wahaniom wskutek kryzysu na rynku akcji (w pozostałych krajach BRIC miały one mniejsze natężenie). W okresie 2000-2011 w opisywanej grupie krajów największy roczny wzrost relatywnych obrotów zaobserwować można było w 2007 r. w Chinach, kiedy krótko wcześniej jednocześnie miało miejsce kilka ważnych wydarzeń (wielomiliardowe debiuty giełdowe, zmiany prawne itd.), które sprawiły, że w tym aspekcie rynek chiński osiągnął poziom rozwoju przewyższający zdecydowanie pozostałe kraje.

Współczynnik obrotu, tj. główny wskaźnik realizacji funkcji wyceny, wzrósł najbardziej w Rosji. W związku z niskim *free float* obliczono dla tego kraju wersję skorygowaną wskaźnika, która w 2011 r. osiągnęła wartość świadcząca o wyraźnie spekulacyjnym charakterze transakcji giełdowych. Wspomniany współczynnik zwiększył się także silnie w Chinach, również przekraczając umowną granicę 2,0, ale w mniejszym stopniu niż w Rosji, co wskazywało na coraz wyższy udział operacji spekulacyjnych (przy

zastosowaniu metody *free float* wskaźnik wyniósłby ok. 3,0, czyli nadal mniej niż w Rosji). W Brazylii zmiana wartości współczynnika obrotu świadczyła zwiększeniu poziomu rozwoju w tym aspekcie. Jedynym krajem, w którym omawiany wskaźnik zmalął, były Indie.

Różnice w poziomie rozwoju rynków akcji w krajach BRIC widoczne są również w zestawieniach międzynarodowych instytucji. W najnowszej edycji (z 2012 r., sporządzonej na podstawie danych do 2011 r.) Raportu Rozwoju Finansowego<sup>629</sup>, publikowanego od 2008 r. przez Światowe Forum Ekonomiczne, 1. miejsce pod względem łącznego rozwoju finansowego zajął Hong Kong traktowany jako odrębne państwo (zob. tabela 4.7). Dalsze, 23. miejsce, zajęły Chiny (tj. ChRL), pozycje Brazylii, Rosji i Indii były dość zbliżone, wartości głównego wskaźnika dla tych państw wyniosły od 3,3 do 3,6, co dało im odpowiednio 32., 39. i 40. miejsce. Pozycja ChRL wynikała głównie z wysokich wartości indeksów dla sektora bankowego, rynku walutowego (stabilność spowodowana usztywnieniem kursu) i sumy transakcji typu IPO (najwięcej w skali świata) oraz fuzji i przejęć.

**Tabela 4.7. Kraje BRIC w Raporcie Rozwoju Finansowego 2012**

Wskaźnik	Brazylia	Rosja	Indie	Chiny	Hong Kong
rozwój finansowy	3,6 (32.)	3,3 (39.)	3,3 (40.)	4,0 (23.)	5,3 (1.)
ład korporacyjny	4,6 (26.)	3,5 (61.)	4,3 (28.)	4,3 (31.)	5,3 (13.)
ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych	4,7 (23.)	3,0 (61.)	4,4 (31.)	4,2 (39.)	5,3 (10.)
nadzór nad rynkiem papierów wartościowych	5,8 (6.)	3,4 (59.)	5,2 (19.)	4,3 (38.)	5,7 (7.)
zaawansowanie (wyrafinowanie) rynku finansowego	6,2 (8.)	3,6 (57.)	5,0 (32.)	4,1 (49.)	6,4 (5.)
dostęp do finansowania poprzez krajowy rynek akcji	4,1 (32.)	3,0 (55.)	4,6 (16.)	3,9 (36.)	5,7 (1.)
aktywność na rynku IPO	3,7 (10.)	2,2 (16.)	3,8 (9.)	6,9 (1.)	5,5 (2.)

W komórkach tabeli zamieszczono wartości wskaźnika w skali od 1 (najniższy poziom rozwoju) do 7 (najwyższy poziom rozwoju), w nawiasach podano miejsce w rankingu (na 62 kraje i terytoria objęte badaniem). Źródło: Opracowanie własne na podst. *The Financial Development Report 2012*, op. cit., s. 60-308.

W odniesieniu do aspektów regulacyjnych rynku akcji najlepsze miejsca w rankingu osiągnęły Brazylia i Indie. Brazylijski nadzór nad rynkiem kapitałowym został oceniony na

<sup>629</sup>*The Financial Development Report 2012*, op. cit.

5,8 pkt, co dało temu państwu 6. miejsce, wyżej niż np. Hong Kong, USA czy Wielka Brytania. Indie zajęły niższe, bo 19. miejsce, ale zostały ocenione (wskaźnik był sporządzony w drodze ankiety wśród menedżerów największych światowych korporacji) wyżej niż USA. Pozycja Chin jest zdecydowanie niższa, zaś Rosja zajęła jedno z ostatnich miejsc (niżej były tylko Wietnam, Ukraina i Bangladesz), co potwierdza bardzo niską efektywność nadzoru giełdowego w tych krajach. O poważnym zacofaniu Rosji w tej sferze (oraz w zakresie samoregulacji) świadczą też wyniki badania dotyczące ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych i ładu korporacyjnego – przedostatnia pozycja na świecie. W dwóch wspomnianych obszarach z pozostałych krajów najwyżej rozwinięte są kolejno Brazylia, Indie i Chiny. Analizowany jako odrębny kraj najkorzystniejsze warunki spółkom i inwestorom oferuje jednak Hong Kong, z czym wiąże się korzystanie z giełdy w tym kraju przez podmioty z ChRL, które mogą w ten sposób pozyskać kapitał po niższym koszcie.

Kolejny wskaźnik zamieszczony w omawianym raporcie to zaawansowanie (wyrafinowanie, ang. *sophistication*) rynku finansowego, ukazujące postrzeganie danego rynku w kontekście m.in. stosowanych technologii oraz innowacji finansowych. Podobnie jak w kwestii nadzoru w czołówce rankingu również znalazł się Hong Kong oraz Brazylia (odpowiednio 5. i 8. miejsce). Indie zajęły miejsce na początku drugiej połowy zestawienia, z wartością równą średniej dla badanej grupy. Pozycja Chin, a zwłaszcza Rosji, świadczy o niskiej ocenie i znacznej luce rozwojowej w stosunku do pozostałych krajów BRIC.

Ostatnie dwa wskaźniki zaprezentowane w tabeli 4.7 związane są bezpośrednio z mobilizacyjną funkcją rynku akcji, szczegółowo analizowaną w kolejnym rozdziale. Warto zauważyć znaczące różnice w miejscach zajmowanych w zestawieniu przez poszczególne kraje pod względem obu wskaźników – pierwszy z nich służy do oceny łatwości dostępu do finansowania poprzez emisję akcji na lokalnych giełdach w opinii menedżerów (pośrednio uwzględniane są więc takie czynniki jak kwestie formalne i administracyjne związane z przeprowadzeniem oferty publicznej, koszty emisji, wielkość popytu i możliwość uzyskania pożądanej kwoty finansowania), zaś drugi obliczany jest przede wszystkim jako udział danego kraju w światowych IPO, stąd przewaga większych państw i 1. miejsce Chin, a 2. Hong Kongu (oferty spółek z ChRL). Pod względem łatwości dostępu Chiny zajmują przedostatnie miejsce z krajów BRIC, wyprzedzając jedynie Rosję (55. miejsce tego kraju). Wyżej znalazły się Brazylia i Indie, co wskazywać może na relatywnie większe znaczenie emisji akcji wśród źródeł finansowania przedsiębiorstw. Indie (poza Hong Kongiem) są jedynym krajem z grupy BRIC, gdzie wskaźnik dostępu do rynku akcji był wręcz wyższy niż dla kredytów bankowych.

## **Rozdział 5**

# **Badanie empiryczne zależności pomiędzy rynkiem akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym w krajach BRIC**

Przedstawione w poprzednim rozdziale informacje dotyczące rynków akcji w czterech państwach BRIC, zwłaszcza w zakresie poziomu rozwoju, zostaną wykorzystane w tej części pracy do przeprowadzenia analizy wpływu na procesy wzrostu oraz rozwoju gospodarczego. W pierwszej kolejności opisane zostaną założenia badania, w tym krytyczna ocena dotychczas przeprowadzonych badań i wskazanie elementów nowości, metody badawcze oraz źródła i charakterystyka wykorzystanych danych. Główną część rozdziału stanowić będzie prezentacja wyników dla poszczególnych krajów i ich interpretacja. Po przedstawieniu wyników badania dla pojedynczych krajów opisane zostaną wnioski z analizy podobieństw i różnic w ramach grupy BRIC, mogące być podstawą do określenia stopnia słuszności wyodrębniania tej kategorii z szerokiego zbioru KSR.

### **5.1. Założenia badania**

#### **5.1.1. Podsumowanie wyników i ocena wybranych aspektów metodologicznych badań empirycznych**

W rozdziale drugim pracy zostały opisane wyniki wybranych dotychczas przeprowadzonych badań empirycznych dotyczących zależności pomiędzy rynkami akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym dla pojedynczych krajów oraz zbiorów państw (w tym wyodrębnionych ze względu na zbliżony poziom rozwoju). W związku z tym, że niemal wszystkie z nich zostały przeprowadzone z użyciem modeli ekonometrycznych, zostały one podzielone ze względu na typ wykorzystywanych danych. Osobną kategorią są nieliczne badania zawierające poza metodami statystycznymi również analizę opartą na zmiennych jakościowych (studia przypadków).

Choć wyniki badań empirycznych nie dają jednoznacznej odpowiedzi na pytania dotyczące kierunku, siły i mechanizmu oddziaływania pomiędzy rozwojem rynku akcji (lub szerzej rozwojem finansowym) a wzrostem i rozwojem gospodarczym, to należy stwierdzić,

że istnieją poważne podstawy do wyciągnięcia wniosku o pozytywnym wpływie rozwoju finansowego na wzrost i rozwój gospodarczy w większości krajów świata (procesy te traktowane były przez większość badaczy jako tożsame). Oddziaływania w kierunku odwrotnym, choć też występują, są mniej istotne.

Powyższe rezultaty wydają się być dowodem na słuszność teorii podażowych, zgodnie z którymi rozwój finansowy jest jednym z kluczowych czynników rozwoju, przy czym kwestia porównania istotności wpływu rynków akcji i sektora bankowego wciąż jest otwarta. Należy jednak zaznaczyć, że dla pewnych grup krajów, zwłaszcza wyżej rozwiniętych, wyniki badań świadczą o silniejszych efektach popytowych – efekty podażowe są mniej istotne (ale nadal występują, co świadczyłoby o słuszności teorii wzajemnych zależności) lub wręcz nieistotne (potwierdzałyby to twierdzenia zwolenników teorii popytowych). Dla KSR odsetek prac zawierających wnioski sprzeczne z teoriami podażowymi jest jednak niewielki. Na podstawie dość bogatego obecnie materiału źródłowego możliwe jest więc wyciągnięcie następujących wniosków:

- rozwój finansowy i rozwój gospodarczy są ze sobą dodatnio powiązane,
- w większości krajów rozwój finansowy jest jednym z czynników rozwoju gospodarczego,
- charakter zależności między rozwojem finansowym i gospodarczym zależy od poziomu zaawansowania gospodarczego danego państwa,
- rola sektora finansowego w generowaniu rozwoju gospodarczego jest relatywnie większa w KSR niż w KWR, gdzie jego rozwój jest wtórny w stosunku do procesów w sferze realnej, co jest częściowym potwierdzeniem teorii etapów rozwoju,
- w literaturze brak dostatecznych dowodów na prawdziwość teorii braku lub negatywnej zależności (nieliczne prace).

W związku z powyższymi wnioskami z badań empirycznych, mającymi w dużym stopniu swoje uzasadnienie w opisywanych szeroko w literaturze funkcjach rynku akcji w gospodarce (zob. rozdział 2), w badaniu przyjęto, że ujęcie podażowe jest najwłaściwszym wyjaśnieniem kierunku oddziaływania między rozwojem finansowym i wzrostem oraz rozwojem gospodarczym i na takim założeniu oparto procedurę badawczą. Nie oznacza to, że w badanym okresie nie występował wpływ wzrostu i/lub rozwoju gospodarczego na rozwój rynku akcji (lub szerzej całości systemu finansowego). Co więcej, można stwierdzić, że w niektórych latach w poszczególnych państwach był on szczególnie silny (potwierdza to np. opisany w poprzednim rozdziale dynamiczny rozwój rynku akcji w wyniku poprawy sytuacji

gospodarczej w Brazylii po 2003 r.). Jednak ze względu na złożoność wzajemnych relacji zdecydowano skoncentrować się na występowaniu, sile i charakterze oddziaływania rozwoju rynku akcji na gospodarkę (jednokierunkowym), a zależności typu popytowego potraktować jako jeden z czynników wpływających na przemiany tej części systemu finansowego (podobnie jak przy charakterystyce przedstawionej we wcześniejszej części rozprawy), dzięki czemu w pewnym stopniu zostały one uwzględnione.

Podstawowym zastrzeżeniem, co do znacznej części przytaczanych badań empirycznych, jest upraszczanie złożonego procesu rozwoju finansowego, który obejmuje m.in. rozwój sektora bankowego, rynków kapitałowych i sektora ubezpieczeniowego. Choć część autorów wykonała analizy wpływu poszczególnych segmentów, oddzielnie lub zestawiając je ze sobą, to często przyjmowanym założeniem jest uznawanie podaży pieniądza w relacji do PKB jako miary rozwoju lub pogłębiania systemu finansowego (ang. *financial deepening*). Odsetek badań, których autorzy podejmowali temat oddziaływań między rozwojem rynku akcji (w odróżnieniu od szeroko pojmowanego rozwoju systemu finansowego) a rozwojem gospodarczym, jest stosunkowo niski, co pokazuje, że zagadnienie to wydaje się być niedostatecznie opisane.

Kolejnym fundamentalnym problemem jest wspomniane już niemal powszechne traktowanie procesów wzrostu i rozwoju jako jednakowych, co jest niezgodne z dominującym obecnie w ekonomii postrzeganiem ich jako procesów częściowo zbliżonych, ale jednocześnie obejmujących odmienne przekształcenia. Liczba badań dotyczących wpływu rozwoju finansowego lub rynku akcji na rozwój gospodarczy jest bardzo niska<sup>630</sup>. Podstawową przyczyną takiego stanu rzeczy są trudności w kwantyfikacji rozwoju gospodarczego, obejmującego również przekształcenia jakościowe, co stanowi barierę w przeprowadzaniu najczęstszych w tej dziedzinie badań opartych na modelach ekonometrycznych – w odniesieniu do wzrostu gospodarczego można zastosować wskaźniki oparte na PKB, w stosunku do rozwoju byłoby to niewystarczające. Autorzy dotychczas opublikowanych prac w zbyt niskim stopniu korzystali jednak z wskaźników rozwoju publikowanych przez różne instytucje (np. HDI) oraz podstawowych danych statystycznych (np. średnia długość życia), które mogą stanowić podstawę do określenia tempa i poziomu rozwoju w niektórych jego aspektach.

Niemal wszyscy badacze zajmujący się omawianym tematem ujmowali problem badawczy w sposób ilościowy (w oparciu o dane statystyczne) i stosowali metody oparte na

---

<sup>630</sup>Jednym z wyjątków jest opracowanie z 2004 r., którego autorami są T. Beck, A. Demirgüç-Kunt i R. Levine. Zob. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op. cit., s. 5-47.

modelach ekonometrycznych, zazwyczaj zaawansowanych matematycznie i należących do najnowocześniejszych w tej dziedzinie. Mimo uznanych zalet przeprowadzania procedury badawczej w ten sposób (przy pewnych zastrzeżeniach możliwość jednoznacznego ustalenia, interpretacji i oceny faktów) należy zwrócić uwagę na to, że skomplikowany aparat matematyczny nie może zastępować i wypierać szerokiego ujmowania problemów (w sposób zarówno ilościowy, jak i jakościowy)<sup>631</sup>. Zwłaszcza wtedy, gdy przedmiotem badania są procesy wzrostu i rozwoju gospodarczego, jest to podejście zbyt uproszczone. W dotychczasowych badaniach autorzy ograniczali się zazwyczaj do skonstruowania, oszacowania i uproszczonej interpretacji uzyskanych wyników, bez nawiązania do nieraz skomplikowanych przemian sektora finansowego (w tym rynku akcji) i ich wpływu na analizowane zależności. Badania te, choć zazwyczaj poprawne matematycznie, pod względem ekonomicznym nie dostarczają pogłębionej odpowiedzi na pytania o mechanizmy wpływu rynku akcji na proces wzrostu i rozwoju. Kolejną trudnością związaną z stosowaniem metod ekonometrycznych do badania procesów wzrostu i rozwoju są kwestie określenia wzajemnych zależności między zmiennymi objaśniającymi oraz w stosunku do zmiennej objaśnianej, pominięcia istotnych zmiennych, nieliniowości zależności, niestabilności relacji w czasie – mimo dynamicznego rozwoju wykorzystywanych narzędzi nadal są one poważną przeszkodą<sup>632</sup>. Ponadto, wybrane zmienne objaśniające (nawet przy dokładnej selekcji) mogą ukazać wpływ jedynie niewielkiego odsetka potencjalnych źródeł wzrostu, a badania mają charakter ahistoryczny, pomijane są też warunki specyficzne dla określonych państw.

Innym zastrzeżeniem jest nadmierne upraszczanie procesu rozwoju nie tylko gospodarczego, ale również rynku akcji. Zazwyczaj jako zmienne w modelach ekonometrycznych przyjmowano dwa lub trzy podstawowe wskaźniki rozwoju rynku akcji, pomijając pozostałe (np. strukturę rynku), w wyniku czego przemiany rynków akcji nie były dostatecznie uwzględniane. O ile pominięcie określonych wskaźników może być do pewnego stopnia uzasadnione brakiem odpowiednich danych, o tyle brak analizy cech jakościowych danego rynku może prowadzić do wyciągnięcia błędnych wniosków. Do najistotniejszych pomijanych kwestii należy funkcjonowanie nadzoru nad rynkiem akcji – w ujęciu liczbowym dwa rynki mogą rozwijać się w zbliżony sposób, ale przy jednoczesnych dużych różnicach w efektywności nadzoru ich rzeczywiste poziomy rozwoju będą znacząco odmienne.

---

<sup>631</sup>M. Sławińska, H. Witzak, *Podstawy metodologiczne prac doktorskich w naukach ekonomicznych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2012, s. 159-160.

<sup>632</sup>L. Balcerowicz, A. Rzońca, op. cit., s. 31-32.



Poza wymienionymi powyżej inną uwagą dotyczącą omawianych badań empirycznych jest stosunkowo rzadkie podejmowanie przez autorów tematu oddziaływań między rynkami akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym w KSR. Dopiero ostatnie kilka lat przyniosło zwiększenie liczby publikacji zawierających wyniki tego typu badań, nadal jest ich jednak relatywnie niewiele, co może dziwić w kontekście rosnącego znaczenia KSR w światowej gospodarce – analiza czynników, które przyczyniły się do takiego przekształcenia struktury globalnego systemu finansowego (należą do nich, jak wskazują wyniki badań, również zmiany na rynkach akcji) wydaje się być jednym z kluczowych współczesnych problemów badawczych w naukach ekonomicznych. Przede wszystkim widoczna jest (z wyjątkiem Indii) niewielka liczba aktualnych badań dla krajów czołowej grupy KSR, czyli BRIC. Ponadto, nie podejmowano prób porównania wyników badań dla pojedynczych krajów grupy i określenia, w jakim stopniu zależności mają zbliżony charakter, z czego wynikają różnice i jak przekładają się one na poprawność stosowania BRIC jako kategorii ekonomicznej, z krajami o pewnym zbiorze wspólnych cech.

### **5.1.2. Metody i schemat procedury badawczej**

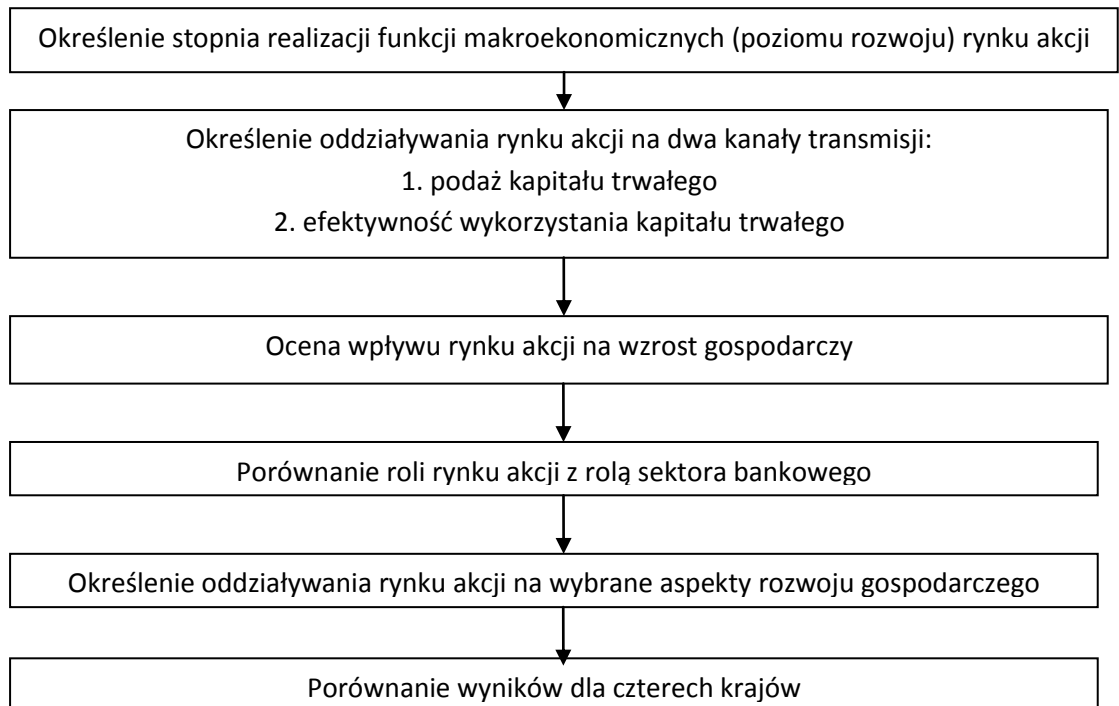
W przeciwieństwie do dominującego obecnie wśród ekonomistów podejścia w stosunku do omawianego problemu badawczego w badaniu przedstawionym w niniejszej pracy nie zostaną wykorzystane modele ekonometryczne. Decyzja ta jest związana z wymienionymi uwagami, co do stosowania tego typu metod w badaniach dotyczących procesów wzrostu i rozwoju oraz typowym dla większości KSR brakiem dostępności danych liczbowych pod postacią szeregów czasowych z wystarczającą częstotliwością i zakresem czasowym – wnioskowanie w oparciu o stosowne modele o dostatecznej jakości jest niemożliwe lub mocno utrudnione.

Powyższe zastrzeżenia nie oznaczają, że w badaniu nie zostaną użyte metody statystyczne – będą one stanowiły istotną część procedury badawczej, wykorzystane zostaną m.in. elementy statystyki opisowej. Jednocześnie równie ważne będą wywody oparte na cechach jakościowych (metoda wnioskowania logicznego). Z powodu wspomnianych problemów z dostępnością szeregów czasowych znaczna część stosowanego podejścia badawczego będzie miała charakter opisowy, co pozwoli uwzględnić kontekst historyczny, instytucjonalny i polityczny omawianych zależności. Metoda ta jest zbliżona do tych zastosowanych we wcześniejszych badaniach, określanych jako studia przypadków (zob. rozdział 2; metoda ta różni się od studiów przypadków w naukach o zarządzaniu). W ostatniej

części badania zostanie zastosowana metoda badań porównawczych obejmująca zestawienia analizowanych oddziaływań w czterech krajach BRIC nie tylko w ujęciu liczbowym, ale też jakościowym (inaczej metoda komparatywna)<sup>633</sup>, która umożliwi przedstawienie ogólnych wniosków dotyczących charakteru omawianych zależności i przyczyn ewentualnego zróżnicowania.

Procedura badawcza została podzielona na kilka etapów (zob. rys. 5.1). Podział przeprowadzono na podstawie teoretycznych opisów badanych zależności, przedstawionych w rozdziale 2 (funkcje rynku akcji, teorie podażyowe i inne) oraz kilku dodatkowych elementów, wprowadzonych jako rozszerzenie analiz innych autorów. Pierwszych pięć etapów dotyczy pojedynczych krajów, ostatni zostanie przeprowadzony łącznie dla całej grupy BRIC.

**Rys. 5.1. Etapy procedury badawczej**



Źródło: Opracowanie własne.

Celem pierwszego i jednocześnie najistotniejszego etapu badania, stanowiącego podstawę dalszych prac, będzie określenie, w jakim stopniu rynek akcji w danym kraju wypełnia swoje podstawowe funkcje (mobilizacyjną, kontrolną i wyceny), a tym samym na jakim etapie rozwoju się znajduje<sup>634</sup>. Wykorzystane zostaną w dużym stopniu dane i wnioski przedstawione w rozdziale 4, gdzie przeprowadzono szczegółową analizę przemian i obecnego poziomu rozwoju rynków we wszystkich czterech krajach. Jednak w stosunku do

<sup>633</sup>M. Sławińska, H. Witzak, op. cit., s. 108-111.

<sup>634</sup> Pozostałe funkcje, tj. kontrolna, dywersyfikacyjna, gospodarczo-polityczna i edukacyjna także będą przedmiotem rozważań, ale nie będą ich centralnym punktem.

tamtej analizy poszerzona zostanie liczba wskaźników rozwoju. Poszczególne funkcje zostaną omówione oddzielnie, przy niektórych podstawą określenia charakteru i tempa zmian będą wspomniane wskaźniki, przy innych zaś dodatkowo informacje o przemianach jakościowych. Szczegółowe zestawienie najważniejszych wskaźników branych pod uwagę zostało umieszczone w tabeli 5.1.

**Tabela 5.1. Wybrane wskaźniki wykorzystane do oceny poziomu rozwoju rynku akcji**

<b>Funkcja rynku akcji</b>	<b>Nazwa wskaźnika</b>	<b>Opis</b>
mobilizacyjna	kapitalizacja	całkowita kapitalizacja krajowych spółek giełdowych (iloczyn ceny i liczby akcji)
	relatywna kapitalizacja	iloraz kapitalizacji i PKB
	liczba notowanych spółek	liczba krajowych spółek giełdowych
	relatywna liczba notowanych spółek	liczba notowanych spółek przypadających na 10 tys. mieszkańców
	emisja akcji	wartość akcji wyemitowanych przez spółki i sprzedanych poprzez giełdy
	relatywna emisja akcji	iloraz emisji akcji i PKB
alokacyjna	obroty	całkowita wartość transakcji kupna/sprzedaży akcji na krajowych giełdach
	relatywne obroty	iloraz obrotów i PKB
	liczba transakcji	liczba transakcji kupna/sprzedaży akcji na krajowych giełdach
wyceny	współczynnik obrotu	iloraz obrotów i średniej rocznej kapitalizacji
	koncentracja	średnia arytmetyczna udziału 10 największych spółek w kapitalizacji oraz obrotach
	ceny akcji	notowania indeksu szerokiego rynku

Zródło: Opracowanie własne.

Poza analizą wykonaną odrębnie dla pojedynczych funkcji do oceny poziomu i dynamiki zmian (ujęcie statyczne i dynamiczne) zostanie zastosowany syntetyczny wskaźnik rozwoju rynku akcji (WRRRA), skonstruowany przez autora i oparty wyłącznie na danych mierzalnych, który pozwala na jednoczesne przedstawienie zmian zachodzących we wszystkich kluczowych aspektach rynku<sup>635</sup>. Wartość wskaźnika jest średnią ważoną wskaźników cząstkowych odpowiadających trzem głównym funkcjom rynku akcji,

<sup>635</sup>Koncepcja została częściowo oparta na publikacji K. Munyamy. Zob. K. Munyama, *Economic growth and financial development in Sub-Saharan African countries*, Poznań University of Economics University Press, Poznań 2011, s. 126.

obliczonych według następującego wzoru (wyższa wartość wskaźnika oznacza wyższy ogólny poziom rozwoju rynku akcji)<sup>636</sup>:

$$(7) \text{ wskaźnik cząstkowy WRRR} = \frac{\text{wartość w danym roku}}{\text{wartość w bazowym roku 2002}}$$

Drugą fazą badania będzie ocena oddziaływania rynku akcji, spełniającego w większym lub mniejszym stopniu swoje funkcje, na dwa kanały transmisji, poprzez które wpływa na wzrost gospodarczy. Zgodnie z propozycjami teoretycznymi są nimi zmiana podaży kapitału fizycznego oraz efektywności jego wykorzystania (w obu przypadkach dotyczy głównie sektora przedsiębiorstw). Stanowi to pewne uproszczenie modeli wzrostu gospodarczego, gdyż pomijana jest szczegółowa analiza udziału zmian wynikających z innowacji technologicznej, jednak pozwala w dość przejrzysty sposób ocenić, czy rozwój rynku akcji wpływał przede wszystkim na podaż kapitału trwałego czy też na to, jak efektywnie alokowany był w skali całej gospodarki.

Zmienne zastosowane w badaniu oddziaływania na podaż kapitału to oszczędności brutto, nakłady brutto i netto sektora prywatnego na zwiększenie krajowych aktywów trwałych (w odniesieniu do PKB), emisja akcji w stosunku do nakładów brutto oraz wartość napływu BIZ i inwestycji portfelowych (jako odsetek PKB), które są dodatkowym, pozakrajowym źródłem finansowania wydatków inwestycyjnych; ewentualny negatywny wpływ inwestycji portfelowych pominięto.

Do oceny zmian efektywności alokacji kapitału wykorzystany zostanie wskaźnik produktywności kapitału fizycznego, będący ilorazem PKB w danym okresie i średniej rocznej wartości aktywów trwałych sektora prywatnego<sup>637</sup>. W związku z tym, że brak jest porównywalnych statystyk dotyczących zasobów kapitału fizycznego dla omawianych krajów, do obliczenia przybliżonej wartości dla początkowego momentu badania zastosowany zostanie następujący wzór<sup>638</sup>:

$$(8) K_0 = \frac{\text{wartość nakładów brutto w pierwszym roku}}{\text{przeciętna stopa wzrostu PKB w danym okresie} + \text{stopa deprecjacji}}$$

<sup>636</sup>Dla roku 2002 WRRR wyniesie 1. Wskaźniki cząstkowe zmiennych mają następujące wagi (łącznie po 1/3 na każdą funkcję): relatywna kapitalizacja 1/12, relatywna liczba notowanych spółek 1/12, relatywna emisja akcji 1/6, relatywne obroty 1/6, liczba transakcji 1/6, współczynnik obrotu 1/3; jako że współczynnik obrotu powyżej 2 oznacza narastanie bańki spekulacyjnej, wskaźnik dla tej zmiennej zostanie odpowiednio skorygowany. Gdy brak wszystkich danych wskaźnik zostanie obliczony z wyłączeniem niektórych wskaźników (ze stosowną adnotacją).

<sup>637</sup>M. Bukowski, I. Magda, Ł. Marć, J. Zawistowski, *Źródła i perspektywy wzrostu produktywności w Polsce*, Instytut Badań Strukturalnych, Warszawa 2006, s. 6.

<sup>638</sup>Ibid., s. 17.

Dla wszystkich krajów przyjęto stopę deprecjacji w wysokości 8%<sup>639</sup>. Zasób kapitału na koniec kolejnych lat zostanie obliczony jako suma zasobu na początek okresu powiększonego o nakłady brutto i pomniejszonego o zużycie aktywów.

Trzeci etap badania polegać będzie na określeniu (na podstawie wniosków z fazy pierwszej i drugiej) roli, jaką odegrał rozwój rynku akcji w procesie wzrostu gospodarczego danego kraju. Będzie to w gruncie rzeczy podsumowanie wcześniej przedstawionych wyników i przeniesienie analizy na wyższy poziom – przedmiotem badania nie będą już pojedyncze funkcje oraz kanały transmisji, lecz ogólne zależności na szczeblu całej gospodarki. Ta część badania obejmie analizę wybranych odmian wskaźnika PKB per capita (w cenach bieżących i według PPP), zarówno w ujęciu statycznym (poziomy PKB w badanym okresie), jak i dynamicznym (procentowe zmiany PKB). Ocena wpływu rynku akcji na całkowitą produktywność czynników produkcji (ang. *total factor productivity* – TFP) pozwoli na uzyskanie wyjaśnienia oddziaływania zgodnego z modelem Solowa – z jednej strony na podaż kapitału (wzrost w wyniku większego wykorzystania tego czynnika produkcji), a z drugiej na TFP, obejmujące częściowo zmiany technologiczne w skali całej gospodarki<sup>640</sup>.

Kolejną, czwartą, częścią będzie porównanie roli rynku akcji w procesie wzrostu gospodarczego z sektorem bankowym. Aby porównać znaczenie rynku akcji i banków w gospodarce wykorzystane zostaną wskaźniki kredytów udzielonych przedsiębiorstwom netto (różnica pomiędzy wartością kredytów udzielonych i spłaconych/odpisanych) w danym roku, kredytów pozostających do spłaty jako odsetka PKB oraz kredytów udzielonych netto w stosunku do nakładów na aktywa trwałe.

W piątej fazie badania podjęta zostanie próba określenia siły i typu relacji pomiędzy rozwojem rynku akcji i rozwojem gospodarczym. Jako że pełna analiza procesu rozwoju wymaga podejścia wielowymiarowego (obejmuje on przekształcenia o różnym charakterze, ilościowe i jakościowe) i konieczne jest uwzględnianie jednocześnie wielu czynników i przejawów, stąd w niniejszej pracy przedmiotem badania będą jedynie pewne elementy. Do kompleksowej oceny rozwoju zostanie zastosowany wskaźnik HDI. Zgodnie z dość powszechnie przyjmowaną koncepcją jednym z warunków rozwoju jest wzrost produkcji (zmiany ilościowe) – wpływ rynku akcji na wzrost zostanie oceniony we wcześniejszych częściach badania. Ponadto, przedstawione zostaną zmiany zachodzące w częściowo

---

<sup>639</sup>M. Próchniak, R. Rapacki, *Rachunek wzrostu gospodarczego w krajach transformacji w latach 1990-2003*, [w:] R. Rapacki (red.), op. cit., s. 87-90.

<sup>640</sup>M. Bukowski, I. Magda, Ł. Marć, J. Zawistowski, op. cit., s. 8.

kwantyfikowalnych wymiarach rozwoju oraz oceniony zostanie możliwy wpływ na przekształcenia jakościowe (np. jakość instytucji).

Ostatnim etapem badania będzie zestawienie wniosków ze wcześniejszych faz dla poszczególnych krajów i porównanie ich, wraz z określeniem stopnia podobieństwa charakteru badanych relacji i przyczyn ewentualnych różnic. Kończącym wnioskiem będzie stwierdzenie, czy uzyskane wyniki przekładają się na ocenę słuszności wyodrębniania tych czterech krajów jako osobnej kategorii ekonomicznej.

### 5.1.3. Charakterystyka i źródła danych

Historia rynków akcji w czterech analizowanych krajach jest znacząco odmienna, także w tym w podstawowym względzie, jakim jest okres działania kluczowego ogniwa, czyli giełd papierów wartościowych – np. w Rosji wynoszący zaledwie kilkanaście lat, tj. wielokrotnie mniej niż w Indiach. Aby zapewnić porównywalność wniosków konieczne jest ograniczenie zakresu czasowego badania do okresu, w którym funkcjonowały we wszystkich czterech krajach. Ponadto, kolejną przeszkodą jest brak stosownych danych, zwłaszcza dla rynku rosyjskiego. W związku z tym autor zdecydował się wybrać jako podstawowy okres badania lata 2002-2011 (dziesięć lat)<sup>641</sup>. Początek tego okresu przypada po pęknięciu bańki internetowej i turbulencjach na światowych rynkach finansowych, kiedy ceny aktywów zostały już skorygowane po gwałtownych, niemających odzwierciedlenia w sytuacji gospodarczej w skali mikro i makro wzrostach cen. W badanym okresie zawarty jest kryzys finansowy 2008 r., dzięki czemu możliwa jest częściowa ocena zmiany charakteru oddziaływań w tym czasie (omówiona zostanie w punkcie 5.6).

W pierwszej części zostaną wykorzystane wnioski z rozdziału trzeciego i czwartego, stąd źródła danych będą jednakowe do tych wcześniej przytoczonych. Poza nimi użyte zostaną dane z następujących baz: World Development Indicators (dalej: WDI)<sup>642</sup>, World Federation of Exchanges Statistics (dalej: WFE)<sup>643</sup>, Total Economy Database (dalej: TED)<sup>644</sup>, Bank for International Settlements Credit to private sector (dalej: BIS)<sup>645</sup> oraz Human Development Report (dalej: HDR)<sup>646</sup>. Przy korzystaniu z innych baz danych zostaną one

---

<sup>641</sup> Dla niektórych krajów zostaną przedstawione wybrane wnioski dla lat wykraczających poza ten zakres czasowy, będą one jednak miały charakter uzupełniający i służyły głównie celom porównawczym i rozszerzeniu analizy trendów.

<sup>642</sup> *World Development Indicators 2012*, op. cit.

<sup>643</sup> [www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics), data dostępu: 14.10.2013

<sup>644</sup> [www.conference-board.org/data/economydatabase/](http://www.conference-board.org/data/economydatabase/), data dostępu: 23.09.2013.

<sup>645</sup> [www.bis.org/statistics/credtopriv.htm](http://www.bis.org/statistics/credtopriv.htm), data dostępu: 11.10.2013.

<sup>646</sup> *Human Development Report 2011*, op. cit.

odpowiednio opisane. Zdecydowano się maksymalnie ograniczyć wykorzystanie danych pochodzących ze źródeł z badanych krajów i skoncentrować się na bazach zapewniających wyższy stopień jakości i porównywalności w wyniku stosowania jednakowych metod obliczeń (takich jak bazy organizacji międzynarodowych); negatywnym skutkiem takiej decyzji jest konieczność zmniejszenia zakresu czasowego i przedmiotowego badania w niektórych jego elementach<sup>647</sup>.

## **5.2. Brazylia: badanie empiryczne**

### **5.2.1. Realizacja funkcji rynku akcji**

Lata 2002-2011 to okres wyraźnego wzrostu rozmiaru rynku akcji w Brazylii (zob. tabela 5.2), który nastąpił zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i relatywnym (tj. w stosunku do PKB). Średni poziom względnej kapitalizacji w badanym okresie był dwukrotnie wyższy niż w poprzedzającym dziesięcioleciu. Należy jednak podkreślić, że tempo rozwoju rynku akcji w aspekcie jego rozmiarów było wysokie już w ostatniej dekadzie XX w. (szczególnie duże znaczenie miało zmniejszenie stopy inflacji). Pęknięcie bańki internetowej, razem z czynnikami krajowymi i regionalnymi np. kryzysem argentyńskim, doprowadziło do wyraźnego spadku kapitalizacji w latach 2000-2002. Jednak w kolejnych latach, aż do 2007 r., rynek rozwijał się w szybkim tempie, osiągając w 2007 r. (w ujęciu relatywnym) największy rozmiar w historii. Po krótkotrwałym załamaniu cen akcji w 2008 r. nastąpiło szybkie odbicie, dotyczące jednak wyłącznie bezwzględnej kapitalizacji – w ujęciu relatywnym (bardziej wiarygodnym) spadła do poziomu sprzed 2004 r. Można więc podzielić badany przedział na dwa podokresy: lata 2002-2007 (średni roczny wzrost relatywnej kapitalizacji wynoszący 47,16%) i 2008-2011 (13,25%). W latach 2002-2011 wtórny brazylijski rynek akcji w coraz wyższym stopniu wypełniał funkcję mobilizacyjną (rosnąca kapitalizacja oznaczająca z jednej strony wyższe zainteresowanie inwestorów, a z drugiej wzrost wartości środków zmobilizowanych), przy czym zdecydowanie szybszy rozwój w takim ujęciu miał miejsce do 2007 r.

Określenie zmian w poziomie realizacji funkcji mobilizacyjnej na podstawie liczby notowanych spółek (w obu sugerowanych ujęciach) w badanym okresie jest trudne do przeprowadzenia bez uwzględnienia zmian w funkcjonowaniu rynku akcji i otoczenia

---

<sup>647</sup> Niska jakość danych statystycznych jest w badaniach KSR poważnym problemem. Z badanych krajów najwyższą jakością i dostępnością danych charakteryzują się Indie, najniższą Rosja.

regulacyjnego. Poza latami 2005-2007 od początku lat 90. XX w. liczba notowanych spółek na giełdach brazylijskich stale malała. Spadek ten można w dużym stopniu uzasadnić działaniami nadzoru i giełdy zwiększającymi wymogi prawne oraz w zakresie ładu korporacyjnego, którym nie było w stanie sprostać wiele spółek (lub ich właściciele albo zarządzający z różnych względów uznali to za nieopłacalne). Niską liczbę spółek giełdowych (nawet w zestawieniu z innymi KSR) należy jednak ocenić negatywnie w kontekście realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji<sup>648</sup>.

**Tabela 5.2. Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Brazylii**

	kapitalizacja (bln USD)	relatywna kapitalizacja (%)	liczba notowanych spółek	relatywna liczba notowanych spółek	emisja akcji (mld USD)	relatywna emisja akcji (%)
<b>2002</b>	0,12	24,55	399	0,0223	5,24	1,04
<b>2003</b>	0,23	42,46	367	0,0202	1,96	0,35
<b>2004</b>	0,33	49,77	357	0,0194	3,79	0,57
<b>2005</b>	0,47	53,80	381	0,0205	10,89	1,23
<b>2006</b>	0,71	65,30	392	0,0209	16,24	1,49
<b>2007</b>	1,37	100,32	442	0,0233	41,85	3,06
<b>2008</b>	0,59	35,66	432	0,0226	25,74	1,56
<b>2009</b>	1,17	71,98	377	0,0195	41,02	2,53
<b>2010</b>	1,55	72,12	373	0,0191	100,52	4,69
<b>2011</b>	1,23	49,62	366	0,0186	37,62	1,52
<b>średnia</b>	0,78	56,56	389	0,0206	28,49	1,68

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Podstawowym wskaźnikiem wykorzystywanym do badania funkcji pierwotnego rynku akcji jest wartość emisji akcji (zob. tabela 5.2). W badanym okresie powyższy miernik ulegał znaczącym wahaniom, jednak jego zmiany były w dużej mierze zbliżone do dynamiki kapitalizacji, z szczytowymi wartościami w 2007 (3,06% PKB) i 2010 r. (4,69%). Taka zależność jest oczywiście ściśle związana z metodą obliczania kapitalizacji (emisja akcji oznacza wzrost liczby notowanych papierów, czyli jednego z dwóch elementów, obok ceny, decydujących o wysokości kapitalizacji); w pewnym stopniu występuje także sprzężenie zwrotne – wyższy poziom rozwoju rynku przyczynia się do wzrostu liczby spółek planujących i przeprowadzających emisje akcji.

Do 2006 r. główną formą pozyskania kapitału poprzez giełdę były emisje akcji spółek już notowanych, podobnie jak na większości innych rynków akcji – w stosunku do IPO są one

<sup>648</sup>Powrót do trendu spadkowego po 2008 r. spowodowany był częściowo pogorszeniem sytuacji gospodarczej i rosnącą liczbą upadłości. Przypadek Brazylii ukazuje częstą negatywną zależność między wysokimi standardami nadzorczymi a liczbą notowanych spółek – jednoczesne osiągnięcie obu celów jest trudne. Potwierdza to również opisana w punkcie 4.2.3. sytuacja Indii, gdzie bezwzględna liczba notowanych spółek jest wysoka, ale jedynie część z nich jest faktycznie przedmiotem obrotów.



zdecydowanie mniej czasochłonne (krótszy odstęp czasu między decyzją i wpływem środków) i tańsze (np. brak konieczności dostosowania struktury spółki do wymogów stawianych przez nadzór). Skrajną sytuację można było zaobserwować w 2003 r., kiedy wartość IPO wyniosła 0 (zgodnie z dostępnymi informacjami); wartość emisji drugiego typu również była niska. W kolejnych latach wyższą wartość osiągnęły IPO<sup>649</sup>. Niezwykle istotnym wyjątkiem był 2010 r., kiedy łączna wartość emisji akcji wyniosła nieco ponad 100 mld USD, z czego 94,4 mld USD stanowiły kolejne emisje (nie IPO). Był to skutek przede wszystkim wartej ok. 70 mld USD oferty brazylijskiego giganta energetycznego Petrobras, w wyniku której koncern ten stał się jednym z największych przedsiębiorstw giełdowych świata<sup>650</sup>. Zgodnie z deklaracjami władz spółki pozyskane fundusze mają zostać przeznaczone na dalszy wzrost wydobycia ropy i gazu<sup>651</sup>. Poza 2010 r. wartość IPO była w latach 2007-2011 dość stabilna i zawierała się w przedziale 25-35 mld USD, nie uległa zmniejszeniu w wyniku globalnego kryzysu finansowego.

**Tabela 5.3. Wybrane największe IPO w Brazylii w latach 2002-2011**

Rok	Spółka	Wartość (mld USD)
2007	BOVESPA Holding	3,2
2007	Bolsa de Mercadorias & Futuros	2,9
2008	OGX Petroleo e Gas Participacoes	4,1
2009	Banco Santander Brasil	7,5
2009	Companhia Brasileira de Meios de Pagamento – Visanet do Brasil	4,3

Źródło: Opracowanie własne na podst. *Global IPO Trends 2012: Prepare early, move fast*, op. cit.

Najważniejsze IPO brazylijskich spółek zostały przeprowadzone po 2007 r. (wcześniejsza liczba nowych spółek giełdowych i/lub wartość emisji były niewielkie); wybrane oferty wymieniono w tabeli 5.3. Do wysokiej wartości IPO w tym okresie przyczyniło się duże zainteresowanie inwestorów zagranicznych, którzy byli głównymi nabywcami w niektórych ofertach. W 2009 r. Banco Santander Brasil pozyskał poprzez giełdę 7,5 mld USD (najwyższe IPO w historii brazylijskiego rynku akcji)<sup>652</sup>. Wśród największych

<sup>649</sup>Przy ocenie danych dotyczących IPO w kontekście realizacji funkcji mobilizacyjnej należy pamiętać, że pewien odsetek IPO nie wiąże się z emisją akcji, a jedynie sprzedażą już wyemitowanych – przykładem jest prywatyzacja i sprzedaż akcji przez państwo (w przeciwieństwie do Chin i Indii w omawianym okresie w Brazylii prywatyzacja poprzez giełdę przeprowadzana była na niewielką skalę, stąd poprawność wysuwanych wniosków nie jest tym samym znacząco zmniejszona). Ponadto, dla uproszczenia w badaniu przyjęto, że całość pozyskanych środków pozostaje w przedsiębiorstwie i mogło zostać przeznaczone na inwestycje.

<sup>650</sup>Emisja akcji przez Petrobras to największa oferta publiczna w historii (stan na 1.10.2013 r.).

<sup>651</sup>[http://articles.businessinsider.com/2010-09-24/markets/30071121\\_1\\_share-issue-oil-production-largest-oil](http://articles.businessinsider.com/2010-09-24/markets/30071121_1_share-issue-oil-production-largest-oil), data dostępu: 4.04.2013.

<sup>652</sup>Stan na 1.10.2013 r.

spółek, które finansowały się w drodze IPO można wyróżnić dwa dominujące sektory. Po pierwsze, surowcowy (głównie wydobycie ropy naftowej i gazu ziemnego, przykład to OGX Petroleo e Gas Participacoes), co odzwierciedla istotną rolę tej branży w brazylijskiej gospodarce – środki przeznaczane są na inwestycje w zwiększanie potencjału produkcyjnego (zob. przykład Petrobrasu). Drugą grupą są spółki finansowe, z holdingiem obejmującym brazylijską giełdę w czołówce zestawienia. Emisje akcji, zarówno poprzez giełdę, jak i inne instytucje finansowe, należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia całej gospodarki, ponieważ przyczyniają się do umocnienia sektora finansowego i zwiększenia dostępności i jakości usług finansowych. Ponadto, w ujęciu wartościowym znaczący odsetek IPO przeprowadziły spółki z branży przemysłowej (w 2010 r. 1. miejsce). Procesy prywatyzacyjne w brazylijskiej gospodarce w badanym okresie przeprowadzane były na niewielką skalę, niemal bez wykorzystania rynku akcji, czyli rynek akcji w minimalnym zakresie wypełniał funkcję gospodarczo-polityczną (świadczy o tym także niski udział akcji w portfelach funduszy emerytalnych).

**Tabela 5.4. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Brazylii**

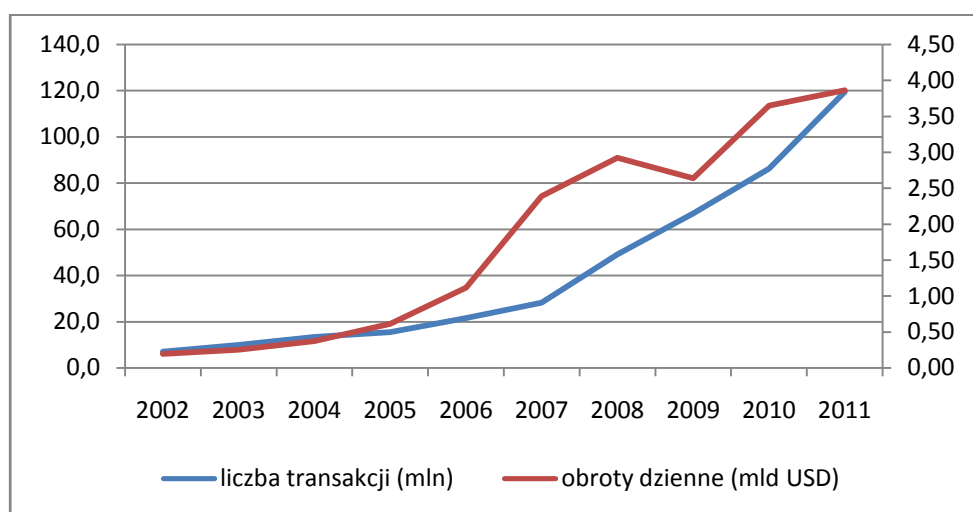
	obroty (mld USD)	relatywne obroty (%)	liczba transakcji (mln)	obroty dzienne (mld USD)
<b>2002</b>	48,20	9,56	7,0	0,19
<b>2003</b>	60,44	10,94	9,9	0,25
<b>2004</b>	93,58	14,10	13,4	0,37
<b>2005</b>	154,23	17,48	15,5	0,61
<b>2006</b>	254,51	23,37	21,5	1,12
<b>2007</b>	584,95	42,82	28,2	2,39
<b>2008</b>	727,79	44,03	49,1	2,92
<b>2009</b>	649,19	40,03	66,9	2,64
<b>2010</b>	901,10	42,05	86,3	3,65
<b>2011</b>	961,31	38,81	119,5	3,86
<b>średnia</b>	443,53	28,32	41,7	1,80

Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Podstawowe wskaźniki służące do oceny wypełniania funkcji alokacyjnej przez brazylijski rynek akcji zostały zamieszczone w tabeli 5.4 (dwa podstawowe, czyli obroty i relatywne obroty zostały częściowo przedstawione w punkcie 4.2.1 pracy). Poza spadkiem w 2009 r. w pozostałych latach obroty stale rosły – w całym okresie wzrosły ponad dwudziestokrotnie. W ujęciu względnym obroty były coraz wyższe w stosunku do PKB do 2008 r., później zaś nastąpiła stabilizacja na poziomie wynoszącym ok. 40%. Nadal jednak względne obroty na brazylijskim rynku akcji były dużo niższe niż w KWR.

Powyższe wnioski potwierdzają także dane obejmujące codzienne obroty oraz roczną liczbę transakcji (zob. rys. 5.2). Istotny jest zwłaszcza drugi z wymienionych wskaźników, ponieważ nie jest zniekształcony przez wahania cen akcji. Wartość obrotów dziennych wzrosła z 180 mln USD w 2002 r. do 3,86 mld USD w 2011 r. Wzrost liczby transakcji, choć stosunkowo wysoki już w pierwszej części okresu, przyspieszył jeszcze bardziej (zmiany bezwzględne) od 2007 r.; liczba wykonywanych operacji kupna/sprzedaży nie spadła w 2009 r., co wskazuje na to, że krótkotrwałe zmniejszenie płynności zaobserwowane na podstawie pozostałych wskaźników było przede wszystkim wynikiem spadku cen akcji.

**Rys. 5.2. Liczba transakcji i obroty dzienne na brazylijskich giełdach w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Najważniejsze przyczyny wzrostu poziomu płynności brazylijskiego rynku akcji są następujące (niektóre omówiono już w rozdziale 4):

- konsolidacja rynku akcji umożliwiającej handel różnymi instrumentami finansowymi, w wyniku czego doszło do m.in. obniżki kosztów transakcyjnych,
- wprowadzanie nowych systemów obrotu i typów inwestycji (np. ETF) oraz wysokich standardów ładu korporacyjnego, zwiększających bezpieczeństwo inwestycji i wymuszających na spółkach utrzymywanie odpowiedniej płynności wyemitowanych akcji,
- od 2001 r. poprawa efektywności nadzoru finansowego,
- napływ kapitału zagranicznego, zwłaszcza przy największych emisjach,
- wydarzenia jednorazowe, jakim była przykładowo emisja akcji przez Petrobras – transakcje w momencie oferty stanowiły niecałe 8% łącznych rocznych obrotów rynkowych<sup>653</sup>.

<sup>653</sup>O tym, jak popularne są akcje Petrobrasu wśród inwestorów krajowych i zagranicznych, świadczy fakt, że spółka na koniec 2010 r. miała niemal 400 tys. akcjonariuszy. Zob. [www.petrobras.com.br/rs2010/en/relatorio-de-sustentabilidade/](http://www.petrobras.com.br/rs2010/en/relatorio-de-sustentabilidade/), data dostępu: 5.04.2013.

W tabeli 5.5 zostały zamieszczone obliczone dla Brazylii wskaźniki wypełniania funkcji wyceny. W pewnym stopniu do oceny realizacji tego zadania mogą zostać zastosowane mierniki przedstawione przy omawianiu funkcji alokacyjnej – można by w ten sposób stwierdzić, że brazylijski rynek akcji w coraz wyższym stopniu umożliwiał wycenę kapitału, jednak pełniejszą analizę umożliwia zastosowanie odrębnych wskaźników.

**Tabela 5.5. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Brazylii**

	współczynnik obrotu (%)	koncentracja (%)	ceny akcji
<b>2002</b>	31,09	52,92	10941,00
<b>2003</b>	33,73	50,39	22236,00
<b>2004</b>	33,13	48,11	26196,00
<b>2005</b>	38,32	50,60	33455,00
<b>2006</b>	42,93	45,71	44473,00
<b>2007</b>	56,21	48,08	63886,00
<b>2008</b>	74,27	51,03	37550,00
<b>2009</b>	73,91	50,98	68588,41
<b>2010</b>	66,43	52,86	69304,81
<b>2011</b>	69,29	50,42	56754,08
<b>średnia</b>	51,93	50,11	43338,43

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

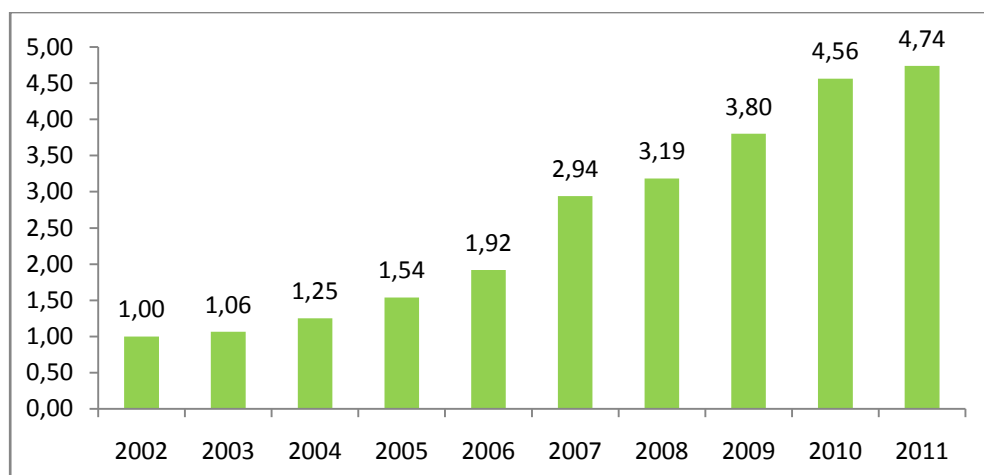
Współczynnik obrotu został scharakteryzowany w rozdziale 4. Jego analiza pozwala na ocenę, w jakim stopniu dostępne na rynku akcje są przedmiotem obrotu, przy czym zarówno za niska, jak i za wysoka (wartość powyżej ok. 200%) jest niekorzystna z punktu widzenia realizacji funkcji wartościującej. W badanym okresie współczynnik obrotu zwiększył się o 130%, najwyższy poziom osiągnął w 2008 r., kiedy wyniósł ponad 74% – w roku tym obroty wzrosły, przy znaczącym spadku cen akcji i kapitalizacji (na koniec 2008 r. indeks szerokiego rynku był o 41% niższy niż na koniec 2007 r.). Oznacza to, że duża część transakcji wynikała z wycofywania się inwestorów z tracących na wartości aktywów; jednocześnie należy jednak zaznaczyć, że nawet w 2008 r. nie nastąpił gwałtowny odpływ kapitału. Średnia wartość współczynnika obrotu to niecałe 52%, co oznacza, że przeciętnie w każdym roku badanego okresu handlowano nieznacznie ponad połowę (wartościowo) akcji spółek notowanych na giełdzie.

Poza współczynnikiem obrotu do oceny realizacji funkcji wyceny brazylijskiego rynku akcji można zastosować wskaźniki koncentracji<sup>654</sup>. Mimo pewnych wahań współczynnik koncentracji był w całym badanym okresie zbliżony do 50%. Oznacza to, że 10 największych spółek tworzyło około połowę kapitalizacji, a handel ich papierami stanowił

<sup>654</sup> Nadmierna koncentracja brazylijskiego rynku akcji w ujęciu podmiotowym, sektorowym i akcjonariatu została opisana w rozdziale 4.

zbliżony (choć nieco niższy) odsetek obrotów<sup>655</sup>; relatywna kapitalizacja bez tych spółek wyniosła 25%, a obroty 19% PKB. W połączeniu z niską liczbą notowanych spółek można na tej postawie stwierdzić, że z wyjątkiem niewielkiego odsetka największych spółek (w większości z sektora surowcowego) w stosunku do reszty przedsiębiorstw rynek akcji w mniejszym stopniu umożliwiał kształtowanie wyceny kosztów kapitału i realizację zadań powiązanych<sup>656</sup>. Z drugiej strony, wysoki udział inwestorów instytucjonalnych wiąże się z poprawą realizacji tej funkcji w związku z m.in. zaawansowaniem stosowanych metod wyceny (pewnym problemem jest znaczny odsetek inwestorów zagranicznych, wskutek czego może dochodzić do okresowych zaburzeń na rynku będących pochodną wydarzeń na rynkach międzynarodowych).

**Rys. 5.3. Brazylia: WRRA w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie przedstawionej powyżej analizy realizacji poszczególnych funkcji można określić zmiany poziomu rozwoju rynku akcji w różnych wymiarach. Funkcja mobilizacyjna realizowana była w wyższym stopniu niż na początku okresu, choć można było zaobserwować kilka negatywnych procesów (spadek relatywnej kapitalizacji i liczby notowanych spółek w ostatnich latach). W odniesieniu do funkcji alokacyjnej ocena jest jednoznacznie pozytywna – płynność rynku niemal stale wzrastała (co było w dużym stopniu wynikiem rosnącego napływu kapitału zagranicznego). Najbardziej niejednoznaczne były zmiany w zakresie wyceny, które obok przemian dodatnich (wzrost współczynnika obrotu, czyli zwiększony handel notowanymi akcjami) nie przyniosły poprawy w sferze koncentracji

<sup>655</sup>Dla porównania: w 2011 r. na giełdzie nowojorskiej koncentracja wyniosła 21%, tokijskiej 17%. Były jednak także rozwinięte rynki akcji z wysoką koncentracją np. w Wiedniu wyniosła 70%. Wysoka koncentracja jest jednak charakterystyczna przede wszystkim dla mniejszych państw, w których siedzibę mają np. pojedyncze duże korporacje transnarodowe, o rozmiarach stanowiących istotny odsetek PKB kraju – Brazylię ze względu na rozmiary gospodarki trudno zaliczyć do tej grupy.

<sup>656</sup>Należy również zaznaczyć, że opisane cechy brazylijskiego rynku akcji oznaczały niski poziom rozwoju w zakresie funkcji kontroli i dywersyfikacyjnej.

rynku. Ogólny poziom rozwoju rynku akcji mierzony WRRRA (zob. rys. 5.3) zwiększył się niemal pięciokrotnie (taka zmiana wynikała przede wszystkim z wyraźnego wzrostu realizacji funkcji alokacyjnej); co ważne, w każdym roku objętym badaniem rynek stawał się coraz lepiej rozwinięty (świadczą to stabilności procesu)<sup>657</sup>.

## 5.2.2. Kanały transmisji

Do zbadania wpływu brazylijskiego rynku na dwa kanały transmisji wykorzystane zostaną m.in. wskaźniki umieszczone w tabeli 5.6. W poprzednim podrozdziale uzyskano wyniki świadczące o tym, że rynek akcji w Brazylii stawał się coraz wyżej rozwinięty, ale zmiany w poszczególnych wymiarach nie zachodziły w jednakowym tempie. Zgodnie z propozycjami teoretycznymi realizacja funkcji mobilizacyjnej jest związana głównie z pierwszym kanałem transmisji (wpływ na podaż kapitału), a wyceny z drugim (efektywność wykorzystania kapitału); funkcja alokacyjna oddziałuje na oba kanały.

**Tabela 5.6. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki**

	oszczędności brutto (%PKB)	zmiana oszczędności brutto (%)	nakłady brutto (%PKB)	nakłady netto (%PKB)	emisja akcji (% nakładów brutto)	napływ BIZ (%PKB)	napływ inwestycji portfelowych (%PKB)
<b>2002</b>	17,71	5,96	16,39	-6,85	6,35	3,29	0,39
<b>2003</b>	18,68	5,49	15,28	-5,55	2,32	1,84	0,54
<b>2004</b>	20,99	12,37	16,10	-0,96	3,54	2,74	0,31
<b>2005</b>	19,81	-5,62	15,94	3,15	7,74	1,75	0,73
<b>2006</b>	19,66	-0,79	16,43	5,91	9,08	1,78	0,71
<b>2007</b>	19,85	0,96	17,44	8,77	17,57	3,26	1,92
<b>2008</b>	20,88	5,22	19,11	11,51	8,15	3,07	-0,46
<b>2009</b>	17,68	-15,35	15,33	6,88	16,50	1,94	2,29
<b>2010</b>	19,21	8,65	16,51	9,81	28,40	2,49	1,76
<b>2011</b>	18,99	-1,12	16,36	10,05	9,29	2,89	0,29
<b>średnia</b>	19,35	1,58	16,49	4,27	10,89	2,50	0,85

Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

W latach 2002-2011 oszczędności brutto (jako odsetek PKB) zwiększyły się z 17,71% do 18,99%, podlegały jednak dość dużym wahaniom – szczególnie widoczny jest silny spadek w 2009 r., czyli podczas dekoniunktury gospodarczej. Większość przyrostu względnych oszczędności przypadała na lata 2002-2008, czyli okres dynamicznego rozwoju rynku akcji. Na podstawie analizy mierników relatywnych nakładów netto i brutto dla Brazylii można stwierdzić niemal całkowity brak zmian nakładów brutto (wzrost do 2008 r. został zniwelowany przez spadek po 2009 r.) i wyraźny wzrost nakładów netto, do ponad 10%

<sup>657</sup>Wykonano również obliczenia WRRRA bez wskaźników funkcji alokacyjnej – wyniki potwierdzają rosnący (w niższym tempie) poziom rozwoju, ale z widocznymi wahaniami (np. w latach 2007-2008).

na przestrzeni 10 lat. Wynik ten należy jednak potraktować jako szacunkowy, stosunkowo mały dokładny (z powodu konieczności przyjęcia stopy deprecjacji kapitału trwałego); rzeczywista zmiana była zapewne inna, choć wnioski dotyczące trendu są prawdopodobnie prawidłowe.

Kluczowym wskaźnikiem, który może zostać wykorzystany do oceny wpływu na pierwszy kanał transmisji, jest udział emisji akcji w całości nakładów brutto sektora prywatnego, ukazujący rolę tego źródła kapitału w finansowaniu inwestycji w brazylijskiej gospodarce. W omawianym okresie przeciętnie niecałe 11% inwestycji brutto mogło zostać sfinansowane środkami z emisji akcji, najwięcej, 28,4%, w 2010 r. (sprzedaż akcji przez Petrobras odpowiadała wartościowo 20% wszystkich nakładów, potwierdza to rolę tej spółki w brazylijskiej gospodarce) i 17,6% w 2007 r. (emisja akcji przez nowo powstającą giełdę wyniosła 3% całości nakładów). Brazylijski rynek akcji wywierał pozytywny wpływ na aktywność inwestycyjną w gospodarce, o czym świadczy wzrost relatywnych nakładów netto i istotny udział w strukturze finansowania przedsiębiorstw. Jeżeli jednak pominięte zostaną emisje akcji największych spółek i ich udział w kapitalizacji oraz obrotach to wnioski są mniej jednoznaczne – choć rola rynku akcji w tym aspekcie jest pozytywna, to w skali całej gospodarki niewielka<sup>658</sup>.

Zmiany poziomu rozwoju brazylijskiego rynku akcji mają bezpośredni wpływ na napływ kapitału zagranicznego, zwłaszcza w formie inwestycji portfelowych (kilkakrotnie zaznaczono już istotny udział podmiotów zagranicznych w obrotach giełdowych). Poza 2008 r., kiedy nastąpiło częściowe wycofanie inwestorów zagranicznych, w pozostałych latach napływ inwestycji portfelowych był dodatni, szczególnie zaś wysoki (w ujęciu bezwzględnym i względnym) od 2007 r., czyli w momencie najszybszego rozwoju rynku<sup>659</sup>. Zainteresowanie zmalało w 2011 r., co było konsekwencją m.in. kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Napływ BIZ odniesiony do PKB był na dość stabilnym poziomie.

W badanym okresie wzrosła produktywność prywatnego kapitału fizycznego, przy czym największa zmiana miała miejsce w latach 2002-2007 – z 0,59 jednostki PKB

---

<sup>658</sup> Przedstawione dane wskazują również na dużą zależność sytuacji gospodarczej Brazylii od grupy największych przedsiębiorstw, w tym z sektora naftowego (przykład Petrobrasu).

<sup>659</sup> Udział inwestorów zagranicznych w obrotach na rynku akcji był w Brazylii najwyższy spośród wszystkich krajów BRIC. Podstawową przyczyną takiego stanu rzeczy są relatywnie niewielkie (w stosunku do większości KSR, w tym państw BRIC) ograniczenia w dostępie dla podmiotów zagranicznych, globalny charakter portfeli inwestycyjnych wielu instytucji finansowych (są w nich umieszczane aktywa z kilku regionów świata, m.in. z Ameryki Łacińskiej, a rynek brazylijski jest w tej części świata zdecydowanie największy) oraz dobra znajomość największych spółek brazylijskich np. wśród inwestorów północnoamerykańskich wynikająca z równoległych notowań tych przedsiębiorstw na giełdach w USA. Zob. O. Bailey, *Developments in Emerging Equity Markets*, „Reserve Bank of Australia Bulletin”, December, 2010, s. 53-59.

przypadającej na jednostkę kapitału do 0,62 jednostki. Po krótkotrwałym spadku w 2008 i 2009 r. w kolejnych dwóch latach produktywność ponownie wzrosła do poziomu ok. 0,62 na koniec okresu. Zmiany produktywności kapitału zbliżone są (zwłaszcza pod względem kierunku, ale częściowo także tempa) do zmian poziomu rozwoju rynku akcji, co może wskazywać na istotnie dodatni wpływ na oba kanały transmisji, mimo problemów z realizacją funkcji wyceny (wydają się być jednak wyrównane przez znaczący wzrost płynności).

**Rys. 5.4. Brazylia: produktywność kapitału w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF. Szczegóły konstrukcji wskaźnika w punkcie 5.1.2.

### 5.2.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu

Dziesięć lat, których dotyczy prezentowane badanie, było w Brazylii okresem dodatniej dynamiki zmian PKB. W tabeli 5.7 zostały zamieszczone wybrane wskaźniki oparte na PKB, z różnymi metodami obliczenia. PKB per capita w cenach bieżących zwiększyło się ponad czterokrotnie, przy czym odnotowano lata z rocznym tempem zmian przekraczającym 30%. W związku z wciąż wysoką stopą inflacji (mimo działań opisanych w rozdziale trzecim), wynoszącą w omawianym okresie średnio ok. 6,5% rocznie (w 2003 r. 14,7%) i wahaniami kursowymi (od 2004 r. aprecjacja – zob. rys. 5.5) głównym przedmiotem analizy powinno być PKB per capita zgodnie z PPP. PKB per capita obliczone tą metodą zwiększyło się z 8045 USD w 2002 r. do 10279 USD w 2011 r. (wzrost o 28%).

W ujęciu dynamicznym w badanym okresie najwyższy roczny wzrost PKB per capita obliczonego zgodnie z PPP można było zaobserwować w 2010 r. (6,54%), zaś największy spadek w 2009 r. (1,3%), średnie tempo wzrostu wyniosło 2,64%. Chociaż zgodnie z przedstawionymi statystykami wzrost gospodarczy przyspieszył w latach 2002-2011 (we wcześniejszej dekadzie średnia dynamika wynosiła 1,01%; po dołączeniu okresu od 1990 r.



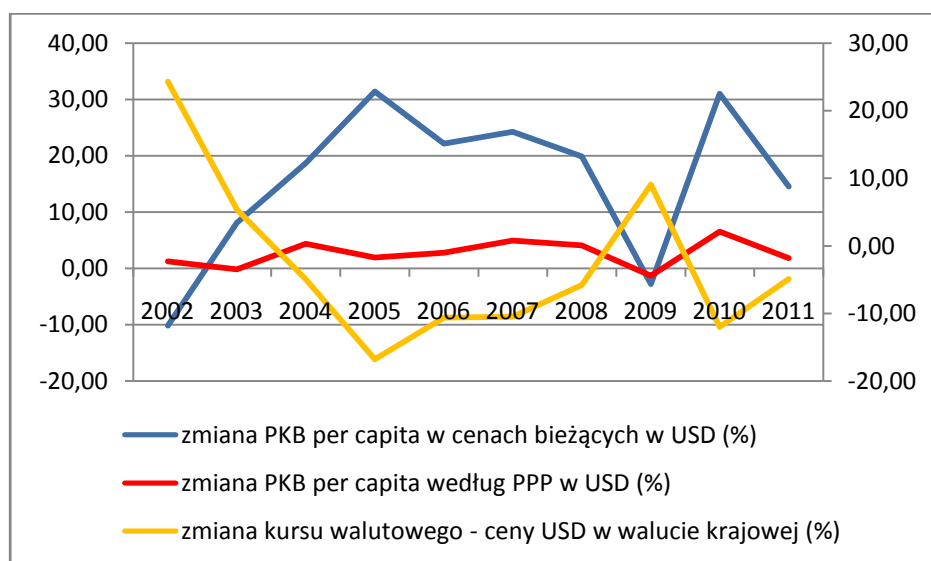
maleje do 0,4%), to jego tempo było niskie w porównaniu z innymi krajami, zaliczanymi do rynków wschodzących lub z grupy BRIC (np. w Indiach wynosiło ok. 7% - zob. punkt 5.4.3).

**Tabela 5.7. PKB per capita w Brazylii w latach 2002-2011**

	PKB per capita w cenach bieżących (USD)	PKB per capita według PPP (USD)	zmiana PKB per capita w cenach bieżących w USD (%)	zmiana PKB per capita według PPP w USD (%)
2002	2812	8045	-10,14	1,27
2003	3042	8032	8,15	-0,16
2004	3610	8386	18,68	4,40
2005	4743	8549	31,40	1,94
2006	5793	8787	22,14	2,79
2007	7197	9223	24,23	4,96
2008	8629	9601	19,90	4,10
2009	8392	9476	-2,75	-1,30
2010	10993	10095	31,00	6,54
2011	12594	10279	14,56	1,82

Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

**Rys. 5.5. Brazylia: tempo wzrostu gospodarczego i kurs walutowy w latach 2002-2011**



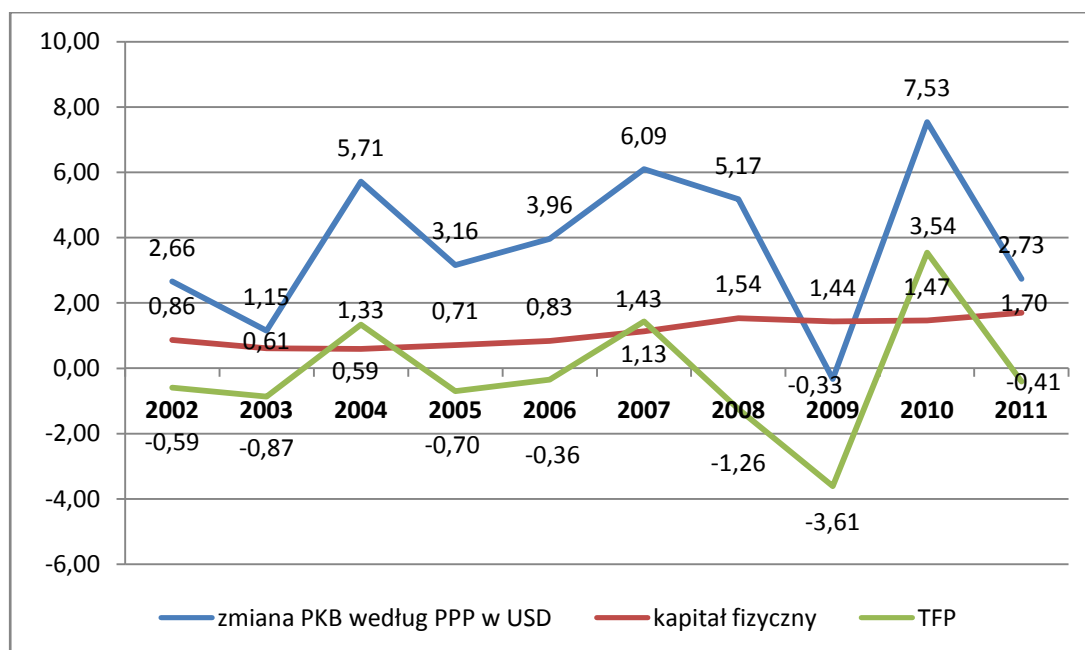
Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

W celu poznania źródeł wzrostu gospodarczego w Brazylii w badanym okresie wykorzystano dekompozycję Solowa, której wyniki wskazują na to, że głównym składnikiem przyrostu PKB był wzrost liczby zatrudnionych oraz kapitału fizycznego (rys. 5.6)<sup>660</sup>. Ujemne TFP przez większość okresu świadczy o negatywnym wpływie zmian technologicznych i spadku efektywności wykorzystania czynników produkcji – w niektórych latach

<sup>660</sup>Wartości te obliczone zostały z wykorzystaniem zmian wartości absolutnej PKB według PPP, nie per capita, stąd różnice w stopach wzrostu, które nie mają jednak większego znaczenia dla poprawności wniosków. Dekompozycja dla kolejnych krajów zostanie przeprowadzona w ten sam sposób. Warto zauważyć, że dla Brazylii zmiany PKB w ujęciu absolutnym były wyraźnie wyższe od zmian per capita, co wynika z wysokiego przyrostu liczby ludności (w badanym okresie populacja zwiększała się o ok. 1% rocznie).

oddziaływanie było szczególnie silne np. w 2009 r. spadek PKB wyniósł ok. 0,3% (w tym TFP -3,61%)<sup>661</sup>. Można więc stwierdzić, że wzrost gospodarczy Brazylii w omawianym okresie oparty był przede wszystkim na zwiększaniu wykorzystania czynników produkcji, a nie poprawie efektywności ich wykorzystania, również wpływ zmian struktury zatrudnienia i usług kapitałowych zaawansowanych technologicznie był niewielki.

**Rys. 5.6. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Brazylii w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. M. Bukowski, I. Magda, Ł. Marć, J. Zawistowski, op. cit., s. 8-12; TED; WDI.

Na podstawie analizy udziału emisji akcji w całości wydatków inwestycyjnych określono pozytywny wpływ rynku akcji na podaż kapitału (pierwszy kanał transmisji). Zgodnie z dekompozycją źródeł wzrostu wzrost podaży kapitału fizycznego był, obok wzrostu zatrudnienia, najważniejszym czynnikiem. Co więcej, mimo wahań wzrostu PKB wpływ kapitału przez niemal cały badany okres zwiększał się. W związku z tym można wyciągnąć wnioski o istotnie dodatnim oddziaływaniu rynku akcji na wzrost gospodarczy poprzez zwiększanie dostępnego zasobu kapitału (bezpośrednio wskutek emisji akcji, pośrednio poprzez oddziaływanie na napływ kapitału zagranicznego), które podlegało krótkookresowym wahaniom – przykładem jest 2009 r.; traktując okres jako całość nie miały one jednak większego znaczenia. Analiza wpływu rynku akcji na kształtowanie się i zmiany w czasie TFP jest trudna do przeprowadzenia, ale dane o tej składowej wzrostu

<sup>661</sup>Należy jednak pamiętać, że TFP obejmuje także zmiany wynikające z innych czynników – w przeciwieństwie do pozostałych elementów w dekompozycji Solowa, których wartości zmieniają się zazwyczaj stopniowo i zależą w większym stopniu od czynników długookresowych, TFP zawiera w sobie wpływ wahań koniunkturalnych. W przypadku Brazylii jest to widoczne we wspomnianym już 2009 r., a także w 2010 r., gdy wzrost PKB wyniósł ok. 7,5%, w tym TFP 3,54% (niemal połowa).

gospodarczego, mimo wcześniejszych wniosków o występującym w pewnym stopniu oddziaływaniu na produktywność kapitału, wskazują na brak istotnego wpływu tej części systemu finansowego na m.in. udoskonalenia technologiczne zwiększające tempo wzrostu (lub też są one niwelowane przez niekorzystny wpływ innych czynników).

#### 5.2.4. Rynek akcji a sektor bankowy

Porównanie oddziaływania rynku akcji z sektorem bankowym w zakresie wpływu na wartość nakładów sektora prywatnego na aktywa trwałe jest możliwe poprzez zestawienie wartości udzielanych kredytów w różnych ujęciach (tabela 5.8). Pierwszy ze wskaźników, czyli wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom pozostających do spłaty można zestawić z kapitalizacją rynku akcji. Przez całe badane dziesięciolecie łączna wartość spółek notowanych na giełdzie brazylijskiej była wyższa od wielkości kredytów, kapitalizacja podlegała jednak znacznie większym wahanom, co widoczne było zwłaszcza w trakcie zawirowań na rynkach finansowym, podczas gdy wartość udzielonych kredytów była dużo bardziej stabilna. Zestawienie emisji akcji z rozmiarami akcji kredytowej umożliwia dokładniejsze porównanie roli tych dwóch źródeł finansowania, bez zniekształceń wynikających ze zmian cen akcji. W latach 2002-2011 udzielone kredyty netto stanowiły rocznie średnio 5,4% a emisja akcji 1,8% PKB. Ponadto, potencjalny udział kredytów w finansowaniu inwestycji również był wyższy – 32,83% wobec 10,89% dla emisji akcji. Wyniki obliczeń potwierdzają tym samym, że brazylijski system finansowy zorientowany jest bankowo, nie tylko ze względu na dominującą pozycję instytucji bankowych na rynku kapitałowym, ale także w wyniku większego znaczenia kredytów bankowych w strukturze źródeł finansowania.

**Tabela 5.8. Brazylia: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011**

	kredyty pozostające do spłaty (%PKB)	kredyty udzielone netto (%PKB)	kredyty udzielone netto/nakłady brutto(%)
<b>2002</b>	14,46	1,49	9,11
<b>2003</b>	14,31	1,74	11,42
<b>2004</b>	14,06	1,53	9,50
<b>2005</b>	16,50	3,79	23,77
<b>2006</b>	20,05	5,10	31,03
<b>2007</b>	23,74	5,89	33,75
<b>2008</b>	28,43	7,59	39,72
<b>2009</b>	29,33	2,72	17,72
<b>2010</b>	30,95	5,75	34,83
<b>2011</b>	33,53	5,37	32,83

Źródło: Opracowanie własne na podst. BIS, WDI.

### 5.2.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego

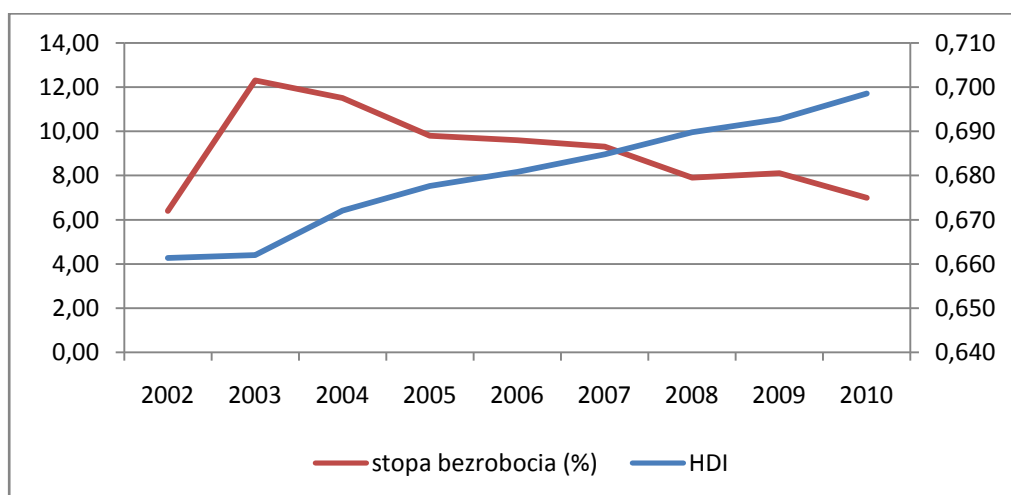
W tabeli 5.9 umieszczono wartości podstawowego wskaźnika rozwoju gospodarczego, tj. HDI, wraz ze zmiennymi opisującymi różne aspekty tego procesu. W celu rozszerzenia analizy do tabeli dołączono dodatkowo stopę bezrobocia. W 2002 r. HDI dla Brazylii wyniósł 0,661, w kolejnych latach zwiększał się stopniowo do poziomu 0,699 w 2010 r. (5,7% wyższego)<sup>662</sup>. Poniżej zostały opisane zmiany w poszczególnych wymiarach wskaźnika.

**Tabela 5.9. Wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego dla Brazylii (lata 2002-2010)**

	HDI	średni czas trwania edukacji (lata)	oczekiwany czas trwania edukacji (lata)	średnia długość życia (lata)	PNB per capita według PPP (USD)	stopa bezrobocia (%)
<b>2002</b>	0,661	5,94	14,57	70,72	8410	6,40
<b>2003</b>	0,662	6,17	13,96	71,00	8419	12,30
<b>2004</b>	0,672	6,39	14,26	71,26	8807	11,50
<b>2005</b>	0,678	6,61	14,19	71,53	8982	9,80
<b>2006</b>	0,681	6,72	13,98	71,81	9272	9,60
<b>2007</b>	0,685	6,84	13,78	72,11	9723	9,30
<b>2008</b>	0,690	6,95	13,78	72,43	10077	7,90
<b>2009</b>	0,693	7,06	13,78	72,76	10078	8,10
<b>2010</b>	0,699	7,18	13,78	73,10	10607	7,00

Źródło: Opracowanie własne na podst. HDR, WDI.

**Rys. 5.7. HDI i stopa bezrobocia w Brazylii w latach 2002-2010**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI.

Głównym źródłem zmiany poziomu rozwoju był wzrost gospodarczy – wskaźnik wymiaru ekonomicznego HDI zwiększył się o ponad 26%. Z dwóch zmiennych stosowanych do oceny wymiaru edukacji jedna wzrosła o ponad 20% (średni czas trwania edukacji), druga (oczekiwany czas trwania edukacji) zmniejszyła o ok. 5,5% – bardziej istotna dla oceny

<sup>662</sup>Wykorzystane wartości pochodzą z raportu HDR 2010 i zostały obliczone według nowej metody kalkulacji (zob. rozdział 1); nie użyto statystyk z raportu 2011, ponieważ nie zawierają danych dla części lat z badanego okresu (stąd brak wartości za 2011 r.). Uwaga odnosi się także do pozostałych krajów.

zmian społeczno-gospodarczych jest dynamika pierwszej, ponieważ oparta jest na rzeczywistych danych o czasie uczęszczania do szkół. Średnia długość życia zwiększyła się o 3,4%. Na podstawie przedstawionych statystyk należy stwierdzić, że osiągnięcie wyższego poziomu rozwoju gospodarczego było przede wszystkim konsekwencją wzrostu wartości PKB, a w zdecydowanie mniejszym stopniu wynikało z poprawy w wymiarze zdrowia i edukacji.

Dane o zmniejszającej się stopie bezrobocia (po gwałtownym wzroście w 2003 r. wskutek problemów gospodarczych związanych m.in. z kryzysem argentyńskim) świadczą o tym, że wzrostowi produkcji towarzyszyło tworzenie nowych miejsc pracy i poprawa sytuacji na rynku pracy (mimo wysokiego przyrostu naturalnego). W związku z tym, że rynek akcji, jak pokazano wcześniej, miał pozytywny wpływ na podaż kapitału (choć mniejszy niż sektor bankowy), to można wnioskować o jego dodatnim oddziaływaniu na poziom zatrudnienia.

Rola rynku akcji w kształtowaniu innych niż ilościowe elementów rozwoju jest trudna do określenia, co w dużej mierze spowodowane jest ich dużą liczbą i znacznym stopniem skomplikowania wzajemnych powiązań. Na podstawie analizy danych statystycznych oraz dostępnych dokumentów i opracowań wyodrębniono kilka podstawowych sfer i mechanizmów oddziaływania, związanych z opisanymi w poprzednich punktach funkcjami rynku akcji.

Pierwszym obszarem wpływu są inwestycje finansowane z środków pochodzących z emisji akcji na rynku pierwotnym lub wtórnym. Jednym z najważniejszych celów pozyskania kapitału było zwiększanie wydobycia surowców (zwłaszcza ropy naftowej i gazu ziemnego) przez koncerny surowcowe np. największy Petrobras. Wzrost wydobycia i eksportu ropy naftowej miał w badanym okresie, z punktu widzenia rozwoju gospodarczo-społecznego, skutki pozytywne, ale także negatywne. Do pozytywnych należy zaliczyć rosnące wpływy budżetowe z tytułu podatków oraz ceł uiszczanych przez koncerny naftowe, które stały się jednym z podstawowych źródeł finansowania wydatków socjalnych oraz (w mniejszym zakresie) wydatków infrastrukturalnych<sup>663</sup>. Dowodem na poprawę położenia najbiedniejszych grup ludności może być widoczny spadek odsetka ludności żyjącej za mniej niż 1,25 USD dziennie (według PPP) z 10,6% w 2002 r. do 6,1% w 2009 r.<sup>664</sup>.

Poza pozytywnym oddziaływaniem wzrostu wydobycia ropy można było też zaobserwować kilka skutków negatywnych. Poprawa w skali kraju nie nastąpiła

---

<sup>663</sup>Na szeroką skalę programy socjalne zaczęto wprowadzać za prezydentury L.I.L. da Silvy. Zob. W. Szydło, *Programy gospodarcze Brazylii i Argentyny*, [w:] B. Fiedor, K. Kociszewski, op. cit., s. 294-295.

<sup>664</sup>Dane na podstawie WDI.

równomiernie – z rozwoju branży wydobywczej skorzystały niemal wyłącznie stany, na których obszarze znajdują się złoża, pozostałe części kraju były w relatywnie gorszej pozycji, co przyczyniło się do zwiększenia rozwarstwienia pomiędzy najbiedniejszymi i najbogatszymi regionami<sup>665</sup>. Ponadto, wzrost przychodów i towarzyszące mu zwiększenie wydatków w wielu obszarach nie prowadzi do poprawy poziomu życia mieszkańców – skutki w zakresie dostępu do opieki zdrowotnej i edukacji, infrastruktury transportowej oraz mieszkalnictwa są minimalne. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest marnotrawienie środków budżetowych oraz defraudacje, będące przejawem poważnych problemów związanych z nadużyciami, które sięgają nawet najwyższych szczebli władzy. Choć w rozdziale trzecim stwierdzono, że brak wystarczających dowodów na „chorobę holenderską” w Brazylii, to można zaobserwować pewne jej przejawy, sprawiające, że ocena wpływu rynku akcji na rozwój gospodarczy jest w tym aspekcie niejednoznaczna.

W latach 2002-2011 rynek akcji w Brazylii w niewielkim stopniu był wykorzystywany do przeprowadzania prywatyzacji. Stopień realizacji innej funkcji rynku akcji, czyli edukacyjnej, zależał od udziału inwestorów indywidualnych, który był stosunkowo niski (w porównaniu z innymi grupami uczestników rynku), ale stale wzrastał, co było przejawem rosnącego poziomu zamożności społeczeństwa. Można na tej podstawie również wnioskować, że w wyniku większej aktywności gospodarstw domowych na rynku akcji wzrósł poziom wiedzy ekonomicznej społeczeństwa (zwłaszcza osób dokonujących transakcji giełdowych lub lokujących oszczędności w funduszach inwestycyjnych).

Do umocnienia pozycji rynku akcji i pośrednio zwiększonego zainteresowania mechanizmami ekonomicznymi przyczyniły się także duże, powszechnie opisywane w mediach emisje akcji np. szeroko komentowana (nie tylko w Brazylii) oferta Petrobrasu. Poprzez realizację funkcji edukacyjnej rynek akcji wpłynął więc na wymiar edukacyjny rozwoju. W przeciwieństwie do innego rodzaju instrumentów finansowych o poziomie ryzyka wyższym niż lokaty bankowe czy obligacje skarbowe (np. obligacji korporacyjnych) akcje są dostępne dla inwestorów z niewielkimi środkami (niski próg inwestycyjny) – w przypadku Brazylii oznaczało to, że mieszkańcy kraju zamiast polegać na zwiększonych wydatkach państwowych (co, jak wcześniej wspomniano, nie zawsze następowało) mogli skorzystać z rosnącego wydobycia surowców nabywając akcje spółek z tej branży. Negatywnym skutkiem może być jednak utrzymywanie się rozwarstwienia dochodowego – dane o współczynniku

---

<sup>665</sup>Centralne władze brazylijskie, z prezydent D. Rousseff na czele, próbują wprowadzić nowe zasady podziału opłat z tytułu wydobycia, korzystne dla najuboższych stanów, jednak spotykają się one z silnym oporem stanów ze złożami ropy naftowej, zwłaszcza Rio de Janeiro, Espirito Santo i São Paulo. Zob. [www.economist.com/blogs/americasview/2013/03/brazils-oil-royalties](http://www.economist.com/blogs/americasview/2013/03/brazils-oil-royalties), data dostępu: 15.04.2013.

Giniego wskazują na niewielki spadek w latach 2002-2011, ale nadal różnice należą do najwyższych na świecie. W kontekście rynku akcji jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy mogły być wysokie dochody z tytułu inwestycji w akcje osiągnane przez zamożniejsze grupy ludności, przy niedostatecznych oszczędnościach i braku tego typu aktywów w posiadaniu warstw najuboższych.

Ostatnim obszarem oddziaływania, który zostanie omówiony, są zmiany instytucjonalne w gospodarce. Najważniejsze powiązane procesy na rynku akcji to wprowadzenie podziału rynku na kilka segmentów i zwiększenie wymogów dotyczących ładu korporacyjnego, rozszerzenie uprawnień nadzorczych oraz zaostrzenie kar za najpoważniejsze przestępstwa finansowe. Dla posiadaczy akcji, czyli właścicieli spółek, zmiany te były zdecydowanie pozytywne, gdyż zwiększyły bezpieczeństwo lokowanych kapitałów i zakres przestrzegania praw własności (wcześniej często naruszanych w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych). Choć ogólny poziom praworządności w Brazylii jest wysoki w zestawieniu z innymi KSR, to wymienione procesy przyczyniły się do osiągnięcia jeszcze wyraźniejszej poprawy systemu gospodarczo-społecznego w sferze zmian jakościowych. Z drugiej strony, funkcjonowanie nadzoru giełdowego wciąż budzi pewne zastrzeżenia z powodu obecności cech charakterystycznych dla całości brazylijskiego aparatu administracyjnego. Mimo to należy stwierdzić, że otoczenie prawne i funkcjonowanie rynku akcji wyróżniają się w tym aspekcie na tle innych obszarów gospodarki.

## **5.3. Rosja: badanie empiryczne**

### **5.3.1. Realizacja funkcji rynku akcji**

Od 1994 r., czyli od właściwego początku funkcjonowania, rosyjski rynek znacząco zwiększył swoje rozmiary. W latach 1994-2000 średnia kapitalizacja w stosunku do PKB wynosiła nieco ponad 16% (wartość wynikająca głównie z wzrostu kursów indeksów przed kryzysem 1998 r. i w trakcie odbicia pod koniec 1999 r.; jeszcze w 1994 r. względna kapitalizacja była niższa od 0,04% PKB). Kolejne kilka lat, aż do 2007 r. (zob. tabela 5.10), było okresem przyrostów kapitalizacji wynoszących kilkadziesiąt procent rocznie – średnia wartość notowanych akcji wynosiła ok. 622 mld USD (72% PKB). W 2008 r. spadki cen akcji, które miały miejsce na rosyjskich giełdach, należały do jednych z największych na świecie. Mimo odbicia w 2009 r. średni poziom względnej kapitalizacji był w latach 2008-2011 niższy niż w poprzednim podokresie i wyniósł 51% (średnia absolutna kapitalizacja była wyższa,

jednak ze względu na zniekształcenia wynikające z inflacji i zmian kursu walut właściwsze jest stosowanie wskaźnika relatywnego).

W rozdziale 4 przy opisie rosyjskiego rynku akcji zastosowano dodatkowy wskaźnik – kapitalizację giełd skorygowaną o akcje nieznajdujące się w publicznym obrocie giełdowym (szacunkowe wartości zamieszczono w tabeli 5.10). Na podstawie jego wielkości, umożliwiających najpełniejsze określenie zmian rozmiarów tego segmentu rosyjskiego systemu finansowego, należy stwierdzić, że wtórny rynek akcji w niewielkim stopniu wypełniał funkcję mobilizacyjną. Choć nastąpił wzrost skorygowanej kapitalizacji, to w całym omawianym okresie była ona bardzo niska<sup>666</sup> w porównaniu z rozmiarami gospodarki (stosunkowo najwyższa w latach 2006-2007, ale wynikało to przede wszystkim z wzrostu cen akcji).

**Tabela 5.10. Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Rosji**

	kapitalizacja (mld USD)	relatywna kapitalizacja (%)	skorygowana relatywna kapitalizacja (%)	liczba notowanych spółek	relatywna liczba notowanych spółek	relatywna emisja akcji (%)
<b>2002</b>	124,20	35,99	9,00	196	0,0135	0,01
<b>2003</b>	230,79	53,63	13,41	214	0,0148	0,00
<b>2004</b>	267,96	45,34	11,33	215	0,0149	b.d.
<b>2005</b>	548,58	71,80	17,95	296	0,0207	0,45
<b>2006</b>	1057,19	106,79	26,70	309	0,0217	1,07
<b>2007</b>	1503,01	115,64	28,91	328	0,0231	1,32
<b>2008</b>	397,18	23,91	5,98	314	0,0221	0,05
<b>2009</b>	861,42	70,46	17,61	279	0,0197	0,51
<b>2010</b>	1004,52	67,53	16,88	345	0,0243	0,27
<b>2011</b>	796,38	42,87	10,72	327	0,0229	0,63
<b>średnia</b>	679,12	63,40	15,85	282	0,0198	0,43

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Inny wskaźnik realizacji funkcji mobilizacyjnej to liczba notowanych spółek. Do 2007 r. następował stały wzrost tego miernika, potem w 2009 r. wyraźny spadek (skutek m.in. bankructwa części przedsiębiorstw), ale już w 2010 r. na rosyjskich giełdach notowane były akcje największej liczby podmiotów w historii. Taka tendencja mogłaby zostać potraktowana jako dowód na coraz wyższy poziom rozwoju rynku akcji w aspekcie mobilizacji środków i możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, jednak bardzo wysoki stopień koncentracji sprawiał, że pozyskiwanie środków przez spółki dopuszczane do notowań było mocno ograniczone. Dokonywanie transakcji akcjami spółek nienależących do czołówki

<sup>666</sup>Skorygowana kapitalizacja dla pozostałych badanych krajów jest również niższa niż bazowa (poza Rosją najmniejszy *free float* odnotowano w Indiach), jednak jej omówienie zostało pominięte, gdyż nie wpływa istotnie na zasadność wniosków (w przeciwieństwie do rynku rosyjskiego, gdzie jest jednym z najważniejszych czynników). Wskaźniki z *free float* zastosowano także w pewnym stopniu w części poświęconej Chinom.



rynkowej było kosztowne, a w niektórych przypadkach niemal niemożliwe (przeciętnie handlowano dziennie zaledwie ok. 20% notowanych papierów).

Ocena wypełniania funkcji umożliwiania transformacji oszczędności w inwestycje poprzez emisję akcji, mimo problemów z brakiem części danych<sup>667</sup>, prowadzi do dość jednoznacznych wniosków. Emisja akcji na giełdach krajowych była w całym badanym okresie przeprowadzana na niewielką skalę. Dopiero w 2005 r. wyniosła 0,45% PKB; do 2009 r. brak danych dotyczących podziału emisji na IPO i kolejne. Najwyższą wartość emisji (1,32% PKB) odnotowano w 2007 r. podczas zwyżek kursów indeksów i nasilonego napływu kapitału zagranicznego, kiedy pozyskanie środków było stosunkowo najłatwiejsze. Jednak nawet w szczytowych 2006 i 2007 r. emisja stanowiła zaledwie nieco ponad 1% PKB. Co więcej, niektóre największe emisje przeprowadzane były jednocześnie na giełdach krajowych i zagranicznych, stąd wartości te należy uznać za nieco zawyżone. Na podstawie informacji dotyczących pozyskania kapitału poprzez giełdę można więc stwierdzić, że rosyjski rynek akcji w bardzo ograniczonym stopniu był wykorzystywany do zdobycia środków przeznaczanych m.in. na inwestycje. Ponadto, wzrost emisji po 2005 r. był częściowo skutkiem zwiększonych ograniczeń stawianych przez nadzór wobec spółek szukających finansowania ze źródeł pozakrajowych (były one wciąż popularne, gdyż umożliwiały obniżenie kosztów kapitału).

**Tabela 5.11. Wybrane największe IPO na giełdach rosyjskich w latach 2002-2011**

Rok	Spółka	Wartość (mld USD)
2007	VTB	8,0
2007	TGK-7	0,5
2010	TransContainer	0,4
2010	Protek	0,4
2010	Mostotrest	0,4

Źródło: Opracowanie własne na podst. *Global IPO Trends 2012: Prepare early, move fast*, op. cit.; <http://pbn-hkstrategies.com/en/IPO-Tracker-for-Russia-CIS/>, data dostępu: 28.05.2013.

Wśród rosyjskich IPO w latach 2002-2011 (przeprowadzonych wyłącznie lub w części na giełdach krajowych) zdecydowanie wyróżniała się oferta banku VTB, w ramach której instytucja ta pozyskała ok. 8 mld USD – było to największe IPO na świecie w 2007 r. Należy jednak zaznaczyć, że w ramach tej emisji aż 6,4 mld USD stanowiły kwity depozytowe na giełdzie w Londynie (podczas kolejnej emisji banku kwity depozytowe miały wartość niemal

<sup>667</sup>Część danych ma charakter szacunkowy, a brak informacji za 2004 r. jest spowodowany prawdopodobnie brakiem emisji akcji na krajowych giełdach. Giełdy rosyjskie dopiero od 2009 r. zostały członkami WFE i zaczęły publikować pełne sprawozdania, wcześniej wiele wskaźników nie było z różnych względów upublicznianych (m.in. brak takich wymogów ze strony nadzoru finansowego).

2,8 mld USD)<sup>668</sup>. Inne duże IPO zostały przeprowadzone przez spółkę zarządzającą elektrowniami i elektrociepłowniami TGK-7 oraz spółki TransContainer, Protek i Mostotrest z branż odpowiednio transportowej, farmaceutycznej i budowlanej. Poza bankiem VTB, którego akcje należą do najczęściej sprzedawanych/kupowanych na rynku akcji, reszta spółek dopuszczonych do notowań w badanym okresie nie przyczyniła się znacząco do zwiększenia rozmiarów i obrotów rynkowych; niewielka wartość sprzedawanych akcji oznaczała również minimalne znaczenie w skali całej gospodarki lub poszczególnych branż. W tym samym czasie spółki rosyjskie dokonywały emisji kwitów depozytowych na ogromną skalę – według stanu na 30.06.2011 r. wartość tego typu papierów wartościowych samych spółek Gazprom i Lukoil wynosiła odpowiednio 49 i 35 mld USD<sup>669</sup>.

**Tabela 5.12. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Rosji**

	obroty (mld USD)	relatywne obroty (%)	liczba transakcji (mln)	obroty dzienne (mld USD)
<b>2002</b>	36,13	10,47	b.d.	0,15
<b>2003</b>	81,01	18,82	b.d.	0,34
<b>2004</b>	130,84	22,14	b.d.	0,52
<b>2005</b>	159,33	20,85	b.d.	0,63
<b>2006</b>	514,36	51,96	b.d.	2,26
<b>2007</b>	754,54	58,05	b.d.	3,08
<b>2008</b>	562,23	33,85	61,23	2,26
<b>2009</b>	682,54	55,82	114,60	2,77
<b>2010</b>	799,69	53,76	116,91	3,24
<b>2011</b>	1146,42	61,71	135,36	4,60
<b>średnia</b>	486,71	38,74	107,03	1,98

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Wskaźniki oparte na danych dotyczących handlu akcjami analizowane oddzielnie świadczyć mogą o znaczącej poprawie płynności (zob. tabela 5.12). Wartość obrotów wzrosła w latach 2002-2011 w ujęciu absolutnym z 36,13 mld USD do 1,15 bln USD a względnym z 10,47% PKB do 61,71%. Najsilniejszy wzrost obrotów miał miejsce od 2006 r., czyli w czasie silnego napływu kapitału zagranicznego, spowodowanego zarówno korzystną koniunkturą na światowych rynkach finansowych, jak i ograniczeniem podaży rosyjskich papierów wartościowych za granicą. Po spadku w 2008 r. w następnym roku obroty niemal wróciły do poziomu sprzed kryzysu, a w 2011 r. (w stosunku do PKB) były najwyższe w historii. Choć pełne dane o liczbie transakcji publikowane są dopiero od 2008 r., to można zauważyć wyraźny, ponad dwukrotny, wzrost tego wskaźnika w przeciągu czterech lat, potwierdzający, że rosyjski rynek akcji stał się bardziej płynny (mimo to wciąż w dużo

<sup>668</sup>A. Marszk, *Emisja kwitów depozytowych jako źródło finansowania przedsiębiorstw z krajów BRIC*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1, 2012. s. 241-253.

<sup>669</sup>*The Depositary Receipt Market: 2011 Mid-Year Review*, Bank of New York Mellon, New York 2011.

mniejszym stopniu niż w KWR). Należy jednak pamiętać, że poszczególne zadania rynku powinny być analizowane łącznie. W kolejnej części tego punktu pracy omówiona zostanie funkcja wyceny i wskaźniki służące do jej oceny, świadczące o tym, że rozwój rynku w aspekcie alokacji kapitału (umożliwiający transfer do podmiotów wykorzystujących go najefektywniej) w rzeczywistości nastąpił w dużo mniejszym stopniu.

Podstawowym wskaźnikiem funkcji wyceny wykorzystywanym w tym badaniu jest współczynnik obrotu. W związku z tym, że do jego obliczania konieczne są wielkości kapitalizacji oraz obrotów, a wcześniej zastosowano dwie miary łącznej wartości spółek giełdowych (bazową i uwzględniającą *free float*, czyli skorygowaną), współczynnik analizowany będzie w dwóch ujęciach zamieszczonych w tabeli 5.13.

**Tabela 5.13. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Rosji**

	współczynnik obrotu (%)	skorygowany współczynnik obrotu (%)	koncentracja (%)	ceny akcji
<b>2002</b>	36,06	144,24	b.d.	1000,00
<b>2003</b>	45,64	182,57	b.d.	1685,00
<b>2004</b>	52,47	209,87	b.d.	1900,01
<b>2005</b>	39,03	156,10	b.d.	3133,96
<b>2006</b>	64,06	256,26	b.d.	5076,38
<b>2007</b>	58,94	235,77	b.d.	6190,27
<b>2008</b>	59,18	236,70	81,25	1644,72
<b>2009</b>	108,46	433,84	79,56	3398,52
<b>2010</b>	85,71	342,86	78,40	4135,08
<b>2011</b>	127,32	509,27	79,30	3168,41
<b>średnia</b>	67,69	270,75	79,63	3133,23

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

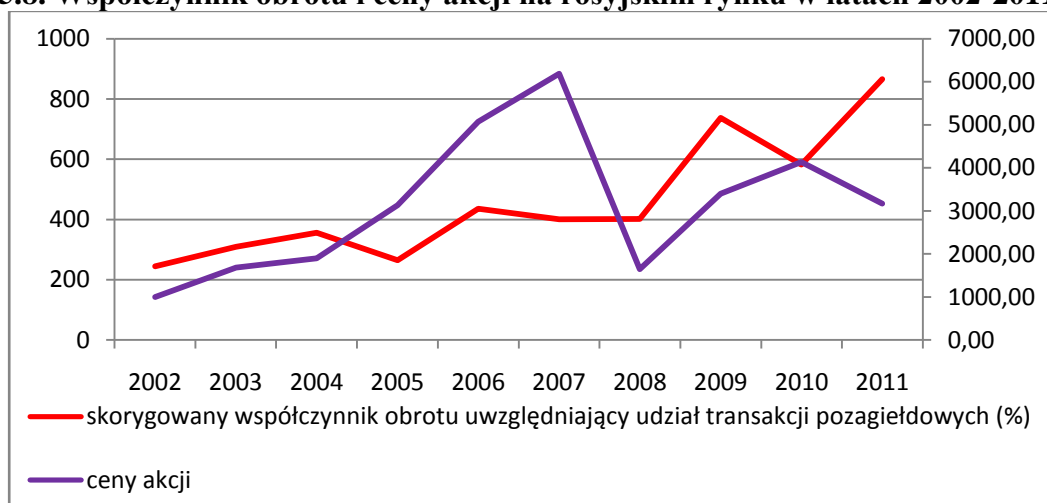
Współczynnik obrotu w wersji podstawowej w badanym okresie wyniósł przeciętnie 67,69%, rosnąc z 36,06% w 2002 r. do 127,32% w 2011 r. z dużymi wahaniami w niektórych podokresach np. w latach 2004-2006 i 2008-2011. Najwyższe wartości wskaźnika zaobserwować można było po kryzysie 2008 r., co wskazywałoby na to, że funkcja wyceny była realizowana w coraz szerszym zakresie i nie dochodziło do narastania baniek spekulacyjnych.

Analiza pozostałych wskaźników zamieszczonych w tabeli 5.13 prowadzi jednak do odmiennych wniosków. Skorygowany współczynnik obrotu znajdował się na dużo wyższym poziomie (średnio ok. 270%). Należy stwierdzić, że z wyjątkiem kilku lat w początkowej części badanego okresu, operacje dokonywane na rosyjskich giełdach miały charakter spekulacyjny, oderwany od rzeczywistej (fundamentalnej) sytuacji ekonomicznej kraju i spółek. Skrajne wartości odnotowywano od 2009 r., kiedy z rynku wycofała się znaczna część długoterminowych inwestorów instytucjonalnych, a pozostali głównie inwestorzy zagraniczni

traktujący w dużej mierze zakup akcji rosyjskich spółek jako substytut inwestycji w surowce (w związku z silną pozycją spółek surowcowych na giełdach oraz zależnością sytuacji makroekonomicznej od cen ropy naftowej i gazu ziemnego). Jeżeli uwzględnić szacunki dotyczące udziału pozagiełdowych transakcji kupna/sprzedaży notowanych akcji, zgodnie z którymi wynosił on ok. 70%, to obliczone wartości dodatkowo skorygowanego współczynnika obrotu są jeszcze wyższe (zob. rys. 5.8), z średnim poziomem 460% dla całego okresu i 866% w 2011 r. – oznacza to, że każda umowna jednostka kapitalizacji rosyjskich giełd została w 2011 r. kupiona/sprzedana ponad ośmiokrotnie.

Na podstawie omówionej powyżej analizy skorygowanego współczynnika obrotu należy stwierdzić, że rosyjski rynek akcji do 2005 r. realizował funkcję wyceny w dość wysokim stopniu; potwierdzają to również dane dotyczące kursów indeksów, które wprawdzie rosły, ale nie tak silnie jak w latach 2005-2007 (zob. rys. 5.8). Nasilenie transakcji spekulacyjnych, które nastąpiło po 2005 r., nie było mimo wzrostów cen akcji tak silne jak to od 2009 r., czyli w trakcie dekonjunktury na giełdach, kiedy to rosyjski rynek akcji nie tylko przestał wypełniać funkcję wartościującą, ale miał wręcz negatywny wpływ na możliwość uzyskania prawidłowej wyceny kapitału. Znaczące, niekorzystne oddziaływanie na zdolność zapewniania informacji wynikało także z wysokiego poziomu koncentracji rynkowej (w szczególności pod względem obrotów), opisanego w rozdziale 4 – od 2008 r. wskaźnik koncentracji jest zbliżony do 80%, co oznacza, że obrót akcjami większości spółek jest niemal zerowy.

**Rys. 5.8. Współczynnik obrotu i ceny akcji na rosyjskim rynku w latach 2002-2011**

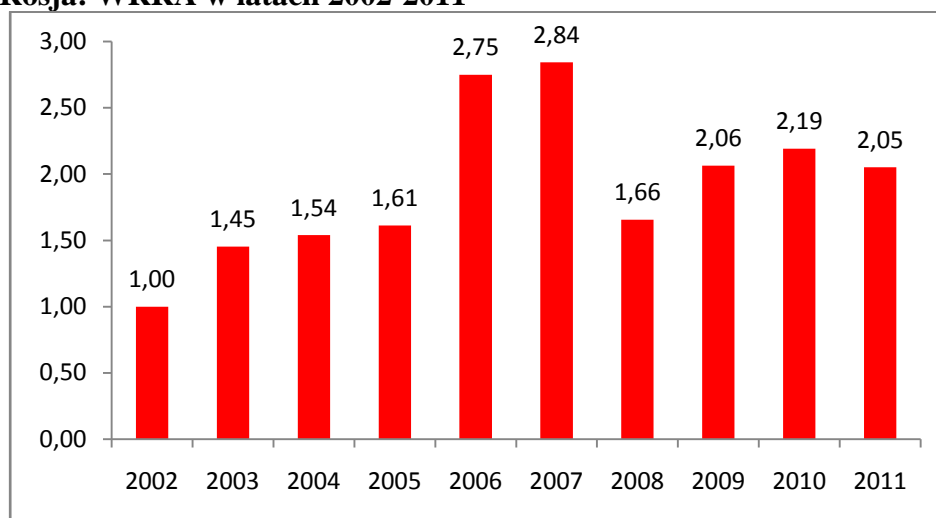


Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Na podstawie zaprezentowanych powyżej wyników należy stwierdzić, że poza w pewnym stopniu funkcją alokacyjną rosyjski rynek akcji w badanym okresie nie wypełniał swoich podstawowych zadań. Najniekorzystniej wypadł pod względem funkcji wyceny,

która do 2005 r. była wypełniana stosunkowo dobrze, potem przez kilka lat w mniejszym stopniu, a od 2009 r. stała się głównym czynnikiem spadku poziomu rozwoju rynku i ograniczenia możliwego pozytywnego oddziaływania na procesy w sferze realnej (wpływ wyłącznie tego aspektu rynku akcji stał się wręcz czynnikiem mogącym spowalniać wzrost gospodarczy). Całościowy miernik, którym jest WRRRA (zob. rys. 5.9) potwierdza przedstawione konkluzje – zauważyć można maksymalny poziom rozwoju w latach 2006-2007, gdy nałożyły się na siebie korzystne tendencje we wszystkich obszarach, i późniejsze obniżenie wskutek niekorzystnych trendów w sferze wyceny<sup>670</sup>.

**Rys. 5.9. Rosja: WRRRA w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne.

### 5.3.2. Kanały transmisji

W badanym okresie oszczędności brutto zwiększyły się o ok. 2,2% PKB, a najszybszy ich wzrost odnotowano w latach 2010-2011 (po bardzo silnym spadku w 2009 r.) – oznacza to, że z wyjątkiem lat 2003-2006 zmiany tym zakresie przebiegały w odmienny sposób od procesów na rynku akcji. Nakłady sektora prywatnego na aktywa trwałe znacząco wzrosły, niezależnie od tego, jaki typ brany jest pod uwagę (nakłady brutto lub netto). Nakłady brutto wzrosły w latach 2002-2008 w odniesieniu do PKB z 15,5% do 19% (zob. tabela 5.14). Później były nieco niższe, lecz nadal przewyższały wartości z początku okresu o ok. 20%. Zmiana nakładów netto była jeszcze silniejsza, ponieważ jeszcze w 2002 r. zużycie środków trwałych przewyższało wydatki brutto sektora prywatnego, a w 2007 r. wynosiły 14,2% PKB (później spadły).

<sup>670</sup>Wskaźnik dla Rosji został obliczony w nieco odmienny sposób w stosunku do pozostałych krajów w związku z brakiem części danych oraz konieczną korektą kapitalizacji i mierników opartych na tej zmiennej.

**Tabela 5.14. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki**

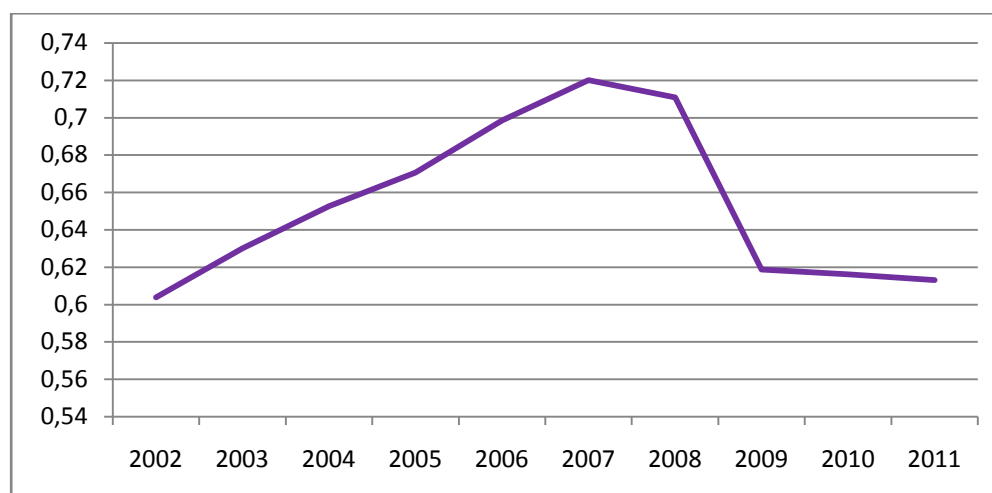
	oszczędności brutto (%PKB)	zmiana oszczędności brutto (%)	nakłady brutto (%PKB)	nakłady netto (%PKB)	emisja akcji (% nakładów brutto)	napływ BIZ (%PKB)	napływ inwestycji portfelowych (%PKB)
<b>2002</b>	30,84	-10,93	15,48	-1,80	0,04	1,00	0,76
<b>2003</b>	32,23	4,50	15,95	2,18	0,02	1,85	0,10
<b>2004</b>	33,16	2,87	16,10	5,98	b.d.	2,61	0,05
<b>2005</b>	33,77	1,86	15,19	7,08	2,93	2,03	-0,02
<b>2006</b>	33,90	0,38	15,83	9,25	6,75	3,80	0,73
<b>2007</b>	32,79	-3,28	17,79	12,35	7,42	4,26	1,42
<b>2008</b>	34,74	5,95	19,04	14,20	0,28	4,50	-0,93
<b>2009</b>	26,37	-24,10	18,77	11,04	2,74	2,99	0,31
<b>2010</b>	30,29	14,89	18,97	12,07	1,40	2,83	-0,33
<b>2011</b>	33,03	9,02	18,60	12,50	3,40	2,90	-0,53
<b>średnia</b>	32,11	0,12	17,17	8,49	2,78	2,88	0,16

Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Odnosząc zmiany nakładów do przemian zachodzących na rynku akcji można stwierdzić stosunkowo duże podobieństwo w zakresie wzrostu oraz spadku kapitalizacji (poza 2008 r., kiedy nakłady nadal rosły, a kapitalizacja gwałtownie spadała; należy jednak pamiętać, że przy jej obliczaniu brane pod uwagę są ceny z końca okresu, a nakłady są sumowane dla całego roku). Najważniejszym wskaźnikiem przy ocenie wpływu na pierwszy kanał transmisji jest udział emisji akcji na krajowych giełdach w finansowaniu inwestycji, który w całym omawianym okresie badawczym był bardzo niski – średnio wyniósł 2,78% i byłby jeszcze mniejszy bez wartych łącznie ponad 14 mld USD emisji w latach 2006-2007. Można więc stwierdzić, że rynek akcji miał minimalny wpływ na podaż kapitału, a pod koniec okresu jego udział wrócił do poziomu z 2005 r., co oznaczało spadek znaczenia tej formy finansowania.

Zmiany poziomu rozwoju rosyjskiego rynku akcji nie spowodowały również wzrostu napływu kapitału zagranicznego w formie inwestycji portfelowych. Można było odnotować wręcz odwrotną tendencję – w czterech z dziesięciu badanych lat wartość wycofywanych środków przewyższała nowo lokowanych, w większości w okresie po wybuchu globalnego kryzysu finansowego i rezygnacji z inwestycji na uważanym za ryzykowny rynku rosyjskim. Co istotne dla oceny roli rynku akcji, był to także czas wyraźnego nasilenia się spekulacyjnego charakteru transakcji giełdowych, przez co prawdopodobnie znaczny odsetek podmiotów zagranicznych wyprzedawał posiadane aktywa na rynku rosyjskim w związku z trudnością z ich właściwą wyceną. Napływ BIZ do Rosji był powiązany w niewielkim stopniu ze zmianami na rynku akcji, a w większym stopniu zależał od innych czynników, w tym politycznych.

**Rys. 5.10. Rosja: produktywność kapitału w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Produktywność kapitału fizycznego w badanym okresie zwiększyła się w niewielkim stopniu z 0,60 do 0,61 jednostki PKB w 2011 r., przy czym do 2007 r. szybko wzrastała, by potem mocno spaść – najwyższa wartość została odnotowana w 2007 r. W latach 2009-2011 produktywność była niższa niż do 2007 r. wskutek ujemnej dynamiki PKB w 2009 r. i stosunkowo słabego ożywienia w dwóch kolejnych latach. Zestawiając zmiany produktywności z trendami rozwoju rosyjskiego rynku akcji (rys. 5.9 i 5.10) można zauważyć pewien stopień podobieństwa, jednak omówione wcześniej niekorzystne przemiany w zakresie realizacji funkcji wyceny sprawiają, że ta część systemu finansowego wywierała dodatni wpływ (ze względu na niewielkie rozmiary rynku był on w skali całej gospodarki mocno ograniczony) do ok. 2007 r. Później poprawa płynności rynku, która (mimo wysokiej koncentracji obrotów) mogła mieć pozytywne skutki, została zniwelowana przez przewagę operacji spekulacyjnych i łączne oddziaływanie było zerowe lub nawet ujemne.

### **5.3.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu**

Lata 2002-2011 to dla Rosji okres wyraźnego wzrostu PKB w przeliczeniu na 1 mieszkańca, niezależnie od tego, czy brane pod uwagę są wielkości w cenach w USD, czy też obliczane są zgodnie z PPP. Najsilniejszy, bo ponad pięciokrotny wzrost (z 2375 USD do 13089 USD – zob. tabela 5.15), dotyczył PKB per capita w cenach bieżących. Należy przy tym jednak zauważyć, że średnia roczna stopa inflacji w Rosji w omawianym okresie

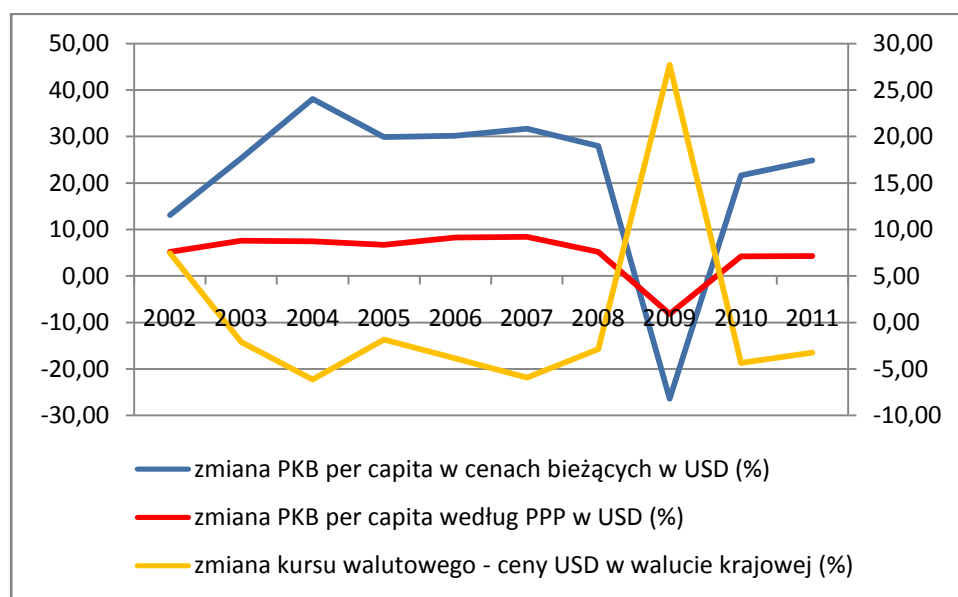
wynosiła ponad 14,5%, stąd wartości PKB w takim ujęciu są zawyżone<sup>671</sup> i za bardziej wiarygodne można uważać dane o PKB według PPP (wzrost o ok. 55% do 17669 USD).

**Tabela 5.15. PKB per capita w Rosji w latach 2002-2011**

	PKB per capita w cenach bieżących (USD)	PKB per capita według PPP (USD)	zmiana PKB per capita w cenach bieżących w USD (%)	zmiana PKB per capita według PPP w USD (%)
2002	2375	11410	13,06	5,19
2003	2976	12309	25,30	7,59
2004	4109	13260	38,05	7,44
2005	5337	14173	29,90	6,65
2006	6947	15391	30,16	8,25
2007	9146	16739	31,66	8,40
2008	11700	17624	27,92	5,15
2009	8616	16237	-26,36	-8,19
2010	10481	16934	21,65	4,20
2011	13089	17669	24,88	4,24

Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

**Rys. 5.11. Rosja: tempo wzrostu gospodarczego i kurs walutowy w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

Tempo wzrostu gospodarczego w Rosji w badanym okresie należało do najwyższych na świecie. Dynamika PKB obliczanego zgodnie z PPP była zdecydowanie niższa od zmian procentowych wskaźnika nominalnego (gdzie średni roczny przyrost PKB wynosił 21,6%). Do 2008 r. można było zaobserwować (z niewielkimi wahaniami) trend wzrostowy, wynikający w dużej mierze z korzystnej koniunktury na światowych rynkach surowcowych i rosnących przychodów eksportowych (zob. rys. 5.11), ale także ze zwiększonego

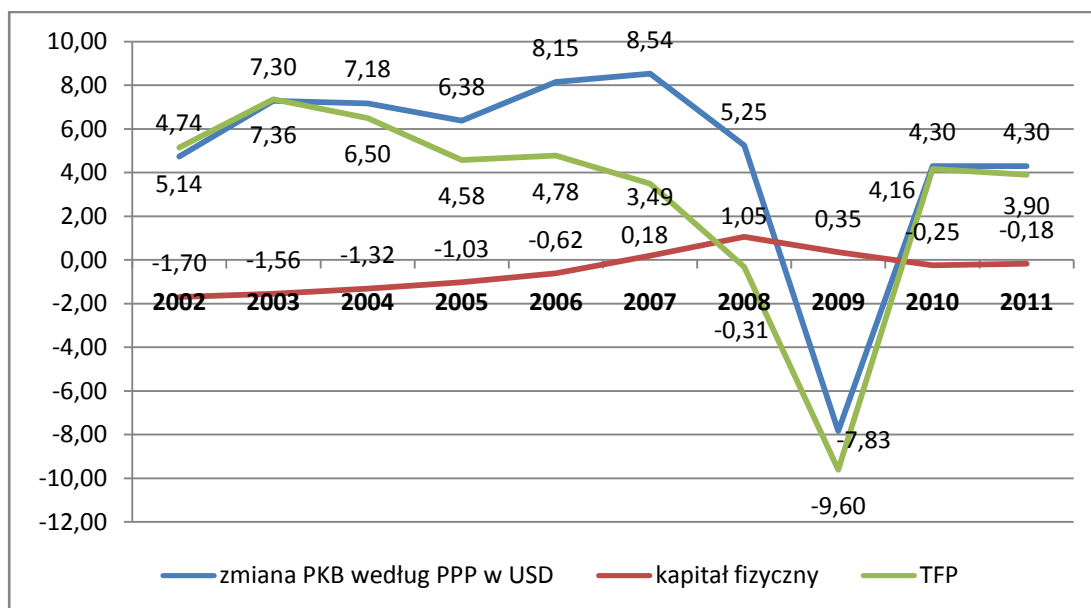
<sup>671</sup>Kurs walutowy nie ulegał do 2008 r. większym zmianom, ponieważ Rosja stosowała w analizowanym okresie różne odmiany systemu walutowego z kursem stałym lub płynnym kierowanym. W 2008 r. doszło do częściowego uwolnienia i wyraźnej deprecjacji rubla. Zob. rys. 5.11.



wykorzystania czynników produkcji. Maksymalny przyrost PKB odnotowano w Rosji w latach 2006-2007, kiedy osiągnął ponad 8% w skali roku. W 2008 r. widoczne były już częściowo skutki globalnego kryzysu finansowego, który jednak w pełni dotknął gospodarkę rosyjską (głównie poprzez spadek cen surowców oraz napływu kapitału zagranicznego) w 2009 r. – spadek PKB według PPP wyniósł ponad 8%. Następne dwa lata przyniosły ożywienie, jednak tempo wzrostu było dużo niższe niż przed 2008 r.

W punktach 5.3.1 i 5.3. stwierdzono, że pozytywny wpływ rynku akcji na sferę realną gospodarki do ok. 2007 r. wynikał przede wszystkim z coraz wyższej płynności, a także, do pewnego momentu, z lepszej wyceny kosztów kapitału; od 2008 r. stopień zaawansowania rozwoju mechanizmów badanego segmentu rynku kapitałowego zmalał i nie wrócił w latach do wcześniejszego poziomu. Co również istotne, rynek akcji był składową gospodarki mającą charakter destabilizujący – od 2007 r. miały miejsce gwałtowne zmiany wycen rynkowych spółek powodujące trudności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zarówno przez przedsiębiorstwa (np. spadek wiarygodności kredytowej), jak i indywidualnych posiadaczy aktywów finansowych.

**Rys. 5.12. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Rosji w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. M. Bukowski, I. Magda, Ł. Marć, J. Zawistowski, op. cit., s. 8-12; TED; WDI.

Dekompozycja źródeł wzrostu gospodarczego, której fragmenty przedstawiono na rys. 5.12 wskazuje jednoznacznie na to, że rola dwóch podstawowych czynników wytwórczych (pracy oraz kapitału) była w badanym okresie mało istotna w zestawieniu z tzw. resztą Solowa. W przypadku Rosji wielkość tego składnika dynamiki PKB była w dużej mierze wynikiem wahań na światowych rynkach surowców energetycznych – dowodem na to są

wysokie wartości na początku omawianego okresu i duży spadek TFP w 2009 r. W latach 2005-2008 TFP stanowiło malejącą część przyrostu PKB, co mogłoby z jednej strony świadczyć o tym, że wzrost gospodarczy stał się w większym stopniu niezależny od rynku surowców, z drugiej zaś o tym, że był oparty głównie na zwiększaniu zasobów czynników produkcji. W związku z tym, że jak wcześniej zaznaczono, do ok. 2007 r. rosyjski rynek akcji oddziaływał dodatnio (w mocno ograniczony sposób) na produktywność kapitału, należy stwierdzić, że miał pewien udział w generowaniu wzrostu gospodarczego (w kolejnych latach już nie, można nawet potraktować gwałtowne załamanie cen akcji w 2008 r. jako jeden z powodów wysokiego ujemnego TFP).

Rola kapitału fizycznego w zwiększaniu poziomu rosyjskiego PKB w badanym okresie była, poza latami 2007-2009, ujemna, co oznacza, że następowało zmniejszenie jego podaży (zob. rys. 5.12)<sup>672</sup>. Porównując procentowe zmiany podaży kapitału fizycznego ze zmianami PKB można zauważyć jednak niewielkie znaczenie tego czynnika (był stosunkowo najistotniejszy w 2008 r.). Biorąc pod uwagę opisany w poprzednich punktach badania bardzo niski udział emisji akcji w finansowaniu inwestycji (wraz z brakiem poprawy w zakresie napływu kapitału portfelowego) należy stwierdzić, że znaczenie krajowego rynku akcji było, podobnie jak przy TFP, niewielkie (nie było jednak ujemne, mimo odpływu inwestycji zagranicznych.)

### 5.3.4. Rynek akcji a sektor bankowy

**Tabela 5.16. Rosja: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011**

	kredyty pozostające do spłaty (%PKB)	kredyty udzielone netto (%PKB)	kredyty udzielone netto/nakłady brutto(%)
<b>2002</b>	14,85	3,43	22,17
<b>2003</b>	17,33	5,16	32,35
<b>2004</b>	19,72	6,28	38,98
<b>2005</b>	20,89	5,36	35,27
<b>2006</b>	24,72	7,95	50,22
<b>2007</b>	30,11	10,09	56,74
<b>2008</b>	33,03	8,78	46,09
<b>2009</b>	35,60	0,47	2,48
<b>2010</b>	33,18	3,35	17,64
<b>2011</b>	34,46	6,92	37,20

Źródło: Opracowanie własne na podst. BIS, WDI.

<sup>672</sup>W punkcie 5.3.2. przedstawiono wyniki obliczeń nakładów netto na kapitał fizyczny, które w niemal całym okresie były dodatnie, co świadczyło o wzroście podaży tego czynnika produkcji – analizowane były jednak dane dotyczące nakładów sektora prywatnego. W połączeniu z rys. 5.12 oznacza to, że następował znaczący ubytek kapitału fizycznego w sektorze publicznym.

Udział finansowania poprzez emisję akcji oraz kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom jest całkowicie odmienny, ze zdecydowaną przewagą drugiego z wymienionych źródeł kapitału. Wartość udzielonych kredytów w badanym okresie stale wzrastała (tabela 5.16) i we wszystkich latach stanowiła dużo wyższy odsetek środków, które mogły służyć od finansowania nakładów brutto na aktywa trwałe – w 2006 i 2007 r. wynosił on ponad 50% (dla porównania maksymalny udział emisji akcji to nieco ponad 7%). Warto jednak zauważyć silny spadek po 2009 r. (mimo dalszego rozwoju sektora bankowego), wynikający z poważnych problemów instytucji finansowych z niespłacanymi kredytami oraz ograniczeniem projektów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa. Ponadto, banki komercyjne były zależne w znacznym stopniu od finansowania zagranicznego, do którego dostęp stał się mocno ograniczony; także banki kontrolowane przez państwo musiały zmniejszyć aktywność kredytową. Nie zmienia to jednak najważniejszej konkluzji – znaczenie sektora bankowego w latach 2002-2011, zwłaszcza pod względem oddziaływania na podaż kapitału, było dużo większe niż rynku akcji, którego rola poza pojedynczymi emisjami była marginalna. Można na tej podstawie stwierdzić, że rosyjski system finansowy był wciąż zorientowany bankowo, mimo skutków kryzysu 1998 r. i przyspieszonego rozwoju rynku kapitałowego.

### 5.3.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego

Kolejnym etapem badania jest próba oceny roli rynku akcji w procesie rozwoju gospodarczego w Rosji w analizowanym przedziale czasu. W pierwszej kolejności konieczne jest scharakteryzowanie dynamiki rozwoju gospodarczego, do czego służyć mogą wskaźniki zamieszczone w tabeli 5.17.

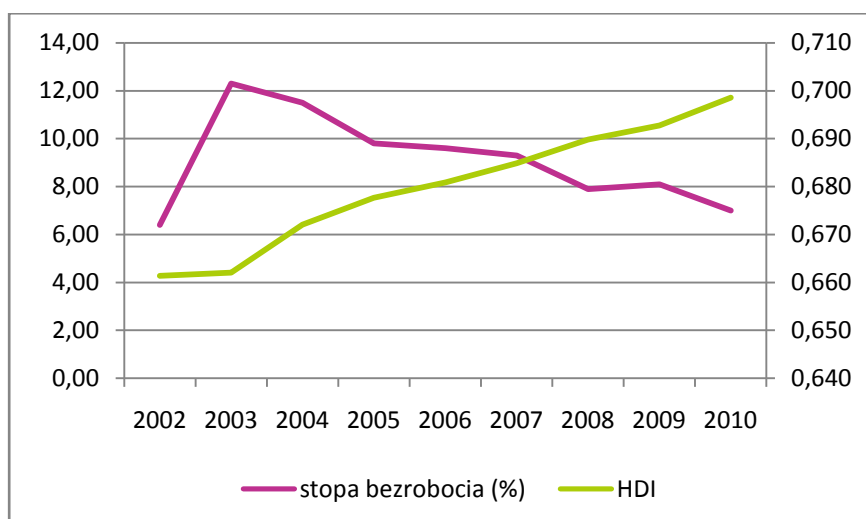
**Tabela 5.17. Rosja: wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego (lata 2002-2010)**

	HDI	średni czas trwania edukacji (lata)	oczekiwany czas trwania edukacji (lata)	średnia długość życia (lata)	PNB per capita według PPP (USD)	stopa bezrobocia (%)
<b>2002</b>	0,672	8,62	12,91	65,09	10142	9,00
<b>2003</b>	0,678	8,66	13,12	65,01	10812	8,60
<b>2004</b>	0,686	8,70	13,33	65,42	11752	8,20
<b>2005</b>	0,693	8,73	13,54	65,47	12523	7,60
<b>2006</b>	0,700	8,76	13,62	66,64	13479	7,20
<b>2007</b>	0,708	8,78	13,77	67,50	14697	6,10
<b>2008</b>	0,715	8,80	14,09	67,85	15455	6,40
<b>2009</b>	0,714	8,83	14,09	68,60	14465	8,40
<b>2010</b>	0,719	8,85	14,09	68,80	15258	7,50

Źródło: Opracowanie własne na podst. HDR, WDI.

Wskaźnik HDI zwiększył się pomiędzy latami 2002 i 2010 o niecałe 7%, co oznacza, że poprawa poziomu życia mieszkańców kraju była zdecydowanie mniejsza niż wskazywałyby na to dane dotyczące wyłącznie ilościowego wymiaru rozwoju – zmiana PNB per capita wyniosła ponad 50%. Średnia długość życia zwiększyła się o 3,71 roku, co jest wysokim wynikiem, zwłaszcza biorąc pod uwagę problemy społeczno-gospodarcze Rosji w sferze stanu zdrowia i demografii, jednak jest ona nadal niska, nawet jak na standardy krajów o zbliżonej zamożności; w przyszłości poprawa poziomu rozwoju zależeć będzie przede wszystkim od trendów w tej dziedzinie. Procentowo najmniejszą poprawę zaobserwowano w wymiarze edukacji, należy jednak zauważyć, że w tym aspekcie Rosja osiągnęła poziom zbliżony do słabiej rozwiniętych krajów UE (choć luka pod względem średniego czasu trwania edukacji nadal nie ulega zmniejszeniu).

**Rys. 5.13. HDI i stopa bezrobocia w Rosji w latach 2002-2010**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI.

Inny istotny miernik tempa i poziomu rozwoju, tj. stopa bezrobocia, do 2007 r. stale się zmniejszała (zob. rys. 5.13) – w 2007 r. osiągnął najniższą wartość od rozpadu ZSRR (kolejne minimum zanotowano w 2012 r., czyli już poza okresem badania). Po wybuchu globalnego kryzysu finansowego, w 2009 r., sytuacja na rynku pracy znacznie się pogorszyła i stopa zwiększyła się do 8,4%, jednak (w odróżnieniu od KWR) poprawa była szybka; co ciekawe, bezrobocie silnie spadało, podczas gdy tempo wzrostu gospodarczego było relatywnie niskie – w 2011 r. poziom PKB per capita był niższy niż przed kryzysem; jednym z powodów był prawdopodobnie początkowy nadmierny pesymizm przedsiębiorców w branżach cyklicznych, w których zatrudnionych jest znaczący odsetek ludności, a następnie wyraźny wzrost liczby ofert pracy przy pierwszych oznakach ożywienia<sup>673</sup>.

<sup>673</sup>Russia Economic Report: Moderating Risks, Bolstering Growth, op. cit., s. 14-16.

W poprzednich częściach badania stwierdzono, że wpływ rynku akcji na wzrost gospodarczy w Rosji był w wybranym okresie ograniczony, zwłaszcza w porównaniu ze znaczeniem sektora bankowego. Oznacza to więc, że oddziaływanie na proces rozwoju poprzez zmiany ilościowe, które (zgodnie z powyższą analizą) były głównym źródłem zwiększania poziomu rozwoju (mierzonego HDI), także było niewielkie. Również w innych aspektach rozwoju trudno odnaleźć jakąkolwiek (pozytywną bądź negatywną) rolę rynku akcji (w badaniu ograniczono się do rynku krajowego, analiza wpływu zagranicznych rynków akcji przyniosłaby odmienne rezultaty).

Proces rozwoju obejmuje poza zmianami ilościowymi także przemiany w zakresie struktury gospodarki. W odniesieniu do Rosji przemianą tego typu, która mogłaby zostać oceniona pozytywnie w kontekście wyższego zaawansowania gospodarczo-społecznego, byłaby większa dywersyfikacja źródeł wytwarzania PKB. Opisane w punkcie 5.3.1. i 5.3.2. dane dotyczące struktury oraz wielkości emisji akcji (w tym w zestawieniu z łącznymi nakładami sektora prywatnego) wskazują na to, że podaż kapitału pozyskanego w ten sposób ze względu na niską wartość nie miała istotnego wpływu na ekspansję określonych branż lub podejmowanie inwestycji mogących doprowadzić do modernizacji gospodarki. Analizując wskaźniki płynności (a zwłaszcza jej koncentracji) można ponadto stwierdzić, że jedyne spółki, którymi można było handlować bez większych trudności, działają w branżach surowcowej (np. Gazprom) lub finansowej (np. Sberbank), co powodowało ich dalsze umocnienie – inwestorzy byli skłonni nabywać akcje i udostępniać kapitał przede wszystkim tym spółkom, gdyż nie mieli problemów z późniejszą sprzedażą. W konsekwencji rynek akcji wpływał pośrednio na utrwalenie opartego na surowcach kształtu gospodarki oraz dominującej pozycji banków państwowych w sektorze finansowym, ze wszystkimi negatywnymi skutkami opisanymi we wcześniejszych punktach pracy.

Następnym możliwym obszarem oddziaływania rynku akcji jest wykorzystanie tego segmentu rynku kapitałowego do przeprowadzenia prywatyzacji przedsiębiorstw. Mimo ogłaszanych przez władze deklaracji niemal nie dokonywano tego typu transakcji, stąd ta rola rynku akcji nie była wypełniana. Kolejna funkcja, tj. edukacyjna, związana z wzrostem świadomości ekonomicznej mieszkańców kraju także realizowana była w minimalnym zakresie. Choć miały miejsce istotne przemiany rynku kapitałowego, to nadal nie jest on postrzegany jako jedno z alternatywnych miejsc lokowania inwestycji, co jest swego rodzaju „spuścizną” lat 90. XX w., gdy dochodziło do licznych skandali finansowych oraz kryzysów 1998 r. i globalnego od 2008 r., podczas których nastąpiły gwałtowne załamania cen akcji. Potwierdzają to dane, zgodnie z którymi zaledwie 0,8% aktywnej gospodarczo ludności

korzysta z usług biur maklerskich<sup>674</sup> – ich sieć (zwłaszcza w strukturach banków) jest mocno rozbudowana, stąd niski odsetek nie wynika z braku dostępności usług, a z niewielkiego zainteresowania. Powoduje to, że rynek akcji nie spełnia funkcji edukacyjnej w prawidłowy sposób, ponieważ pojawiające się informacje o nadużyciach (skutek słabości nadzoru) i stratach inwestorów wpływają na wzmocnienie (w wielu obszarach nieuzasadnionej) awersji do rynków finansowych.

Kolejnym aspektem rozwoju są przemiany instytucjonalne, czyli jeden z obszarów najpoważniejszej słabości rosyjskiego systemu politycznego i gospodarczego. Procesem związanym z rynkiem akcji, wpływającym korzystnie na kształt i jakość instytucji, jest m.in. poprawa skuteczności nadzoru finansowego. Przemiany w tym zakresie zostały opisane w rozdziale 4, najważniejszym wnioskiem było stwierdzenie, że po 2002 r. władze wprowadziły nowe regulacje poprawiające sytuację najbardziej zagrożonej nadużyciami grupy uczestników rynku, którą są inwestorzy indywidualni. Zwiększył się tym samym nieznacznie stopień ochrony praw własności (ważna kwestia w Rosji), co oznaczało poprawę otoczenia prawnego i wyższy poziom rozwoju gospodarczo-społecznego. Jednak zakres poprawy był mocno ograniczony, ponieważ prawa inwestorów były nadal łamane przez głównych akcjonariuszy; istotnym problemem jest też niska przejrzystość działania spółek, która wpływała negatywnie na decyzje podejmowane w skali całej gospodarki (np. brak wiarygodnych informacji o rzeczywistej pozycji przedsiębiorstw mających największe znaczenie makroekonomiczne, takich jak Gazprom).

Rozwój rynku akcji nie wpłynął także znacząco na poziom egzekwowania przepisów i karania działań przestępczych – postępowania zazwyczaj nie kończyły się ukaraniem winnych lub trafiały do mocno skorumpowanych sądów, gdzie ich los był podobny. Inne zjawiska powiązane silniej lub słabiej z rynkiem akcji, a mające negatywne skutki w omawianej sferze to przymusowe wywłaszczenia inwestorów dokonywane przez władze lub (rzadziej) przez największych prywatnych akcjonariuszy (np. Jukos, TNK-BP) i nieregulowane transakcje akcjami o charakterze półlegalnym lub wręcz nielegalnym, wiążące się nie tylko ze stratami dla części akcjonariuszy, ale też szkodliwe dla interesu społecznego.

Do wzmiankowanych powyżej transakcji pozagieldowymi odnosi się także następny możliwy aspekt oddziaływania rynku akcji na rozwój gospodarczy, którym jest skala nierówności w podziale dochodu. Choć kwestia tego typu dysproporcji może być analizowana pod kątem różnych zależności, odmienne są także oceny dotyczące tego, czy wyższe

---

<sup>674</sup>P. Rudaz, op. cit., s. 8.

nierówności (pomijając położenia skrajne) są korzystne, czy też szkodliwe dla poziomu rozwoju, to w przypadku Rosji należy pamiętać o roli oligarchów, którzy zdobyli majątek i działają na pograniczu polityki i gospodarki. Po silnym spadku w drugiej połowie lat 90. XX w. poziom nierówności dochodowych był do 2002 r. dość stabilny (mierzony współczynnikiem Giniego), później zaczęły się one jednak ponownie zwiększać. Należy to przypisać prowadzonej przez W. Putina polityce braku ograniczania wpływu oligarchów (z pewnymi wyjątkami; jednocześnie władze starają się nie dopuścić do ich nadmiernego umocnienia). Od 2008 r. nierówności utrzymywały się na zbliżonym poziomie. Oznacza to, że różnice rosły najsilniej podczas okresu najwyższego tempa wzrostu gospodarczego (zwłaszcza lata 2006-2007) – w tym samym czasie miały miejsce największe wzrosty cen akcji (w dużej mierze spowodowane napływem kapitału zagranicznego oraz wyższą wyceną na rynkach zagranicznych), z których korzystali jednak przede wszystkim oligarchowie dysponujący największymi pakietami akcji, nieliczni inwestorzy indywidualni mogli nabywać akcje ograniczonej liczby spółek w wolnym obrocie, nie mieli też dostępu do papierów wartościowych sprzedawanych poza giełdą<sup>675</sup>. Można na tej podstawie stwierdzić, że rynek akcji był czynnikiem wzmacniającym podział rosyjskiego społeczeństwa na najbogatszą grupę kontrolującą czołowe przedsiębiorstwa i resztę ludności uzyskującą relatywnie coraz niższe dochody.

## **5.4. Indie: badanie empiryczne**

### **5.4.1. Realizacja funkcji rynku akcji**

W badanym okresie nastąpił wyraźny rozwój indyjskiego rynku akcji pod względem rozmiaru mierzonego kapitalizacją w ujęciu zarówno bezwzględnym, jak i względnym (zob. tabela 5.18). W porównaniu z poprzednim dziesięcioleciem, kapitalizacja w stosunku do PKB była średnio ponad dwukrotnie wyższa (71,37% wobec 30,87%). Analizując jej zmiany, można wyróżnić dwa dość odmienne podokresy. Pierwszym z nich są lata 2002-2007, kiedy relatywna kapitalizacja rosła w tempie 42% rocznie. Był to efekt korzystnej koniunktury na światowych rynkach finansowych skutkującej napływem kapitału do krajów uważanych za

---

<sup>675</sup>Fundusze emerytalne, w które inwestuje ogół ludności, utrzymywały poniżej 1% aktywów w akcjach, stąd nie skorzystały na korzystnej koniunkturze na rynku kapitałowym; można argumentować, że nie ucierpiały tym samym wskutek załamania cen akcji po 2008 r., jednak biorąc pod uwagę cały okres stopa zwrotu z akcji była zdecydowanie wyższa od wyników osiągniętych na innych inwestycjach (w latach 2002-2011 nominalna stopa zwrotu w USD wyniosła ponad 300%). Zob. *MICEX-RTS Investor Presentation*, MICEX-RTS, Moscow 2012, s. 21.

bardziej ryzykowne (np. do Indii) i wzrostu cen akcji. Drugi podokres, czyli lata 2008-2011, charakteryzuje zdecydowanie wyższa zmienność kapitalizacji. W tym czasie relatywna kapitalizacja zmniejszała się przeciętnie o 22% rocznie, w wyniku czego nastąpił wyraźny regres rozmiarów rynku i zmalała możliwość wypełniania funkcji mobilizacyjnej przez segment wtórny w ujęciu rzeczywistym (spadek kapitalizacji oznaczający spadek wartości środków zmobilizowanych i pozyskanych przez przedsiębiorstwa) i potencjalnym (negatywny wpływ na atrakcyjność akcji wśród inwestorów).

**Tabela 5.18. Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Indiach**

	kapitalizacja (bln USD)	relatywna kapitalizacja (%)	liczba notowanych spółek	relatywna liczba notowanych spółek	emisja akcji (mld USD)	relatywna emisja akcji (%)
<b>2002</b>	0,13	25,06	5650	0,0519	5,88	1,12
<b>2003</b>	0,28	45,19	5644	0,0510	10,53	1,70
<b>2004</b>	0,39	53,75	4730	0,0421	11,68	1,62
<b>2005</b>	0,55	66,30	4763	0,0418	19,07	2,29
<b>2006</b>	0,82	86,28	4796	0,0415	21,07	2,22
<b>2007</b>	1,82	146,86	4887	0,0416	45,06	3,64
<b>2008</b>	0,65	52,73	4921	0,0413	63,41	5,18
<b>2009</b>	1,18	86,64	4955	0,0410	18,80	1,38
<b>2010</b>	1,62	95,94	4987	0,0407	36,96	2,19
<b>2011</b>	1,02	54,94	5112	0,0412	11,12	0,60
<b>średnia</b>	0,84	71,37	5045	0,0434	24,36	2,19

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Analiza liczby notowanych spółek nie daje dla Indii dostatecznych podstaw do określenia poziomu rozwoju rynku. Silny spadek liczby w 2004 r. spowodowany był działaniami nadzoru finansowego, dążącego do poprawy płynności i przejrzystości statystyk – akcje wycofanych spółek nie znajdowały się w rzeczywistości w publicznym obrocie. Od 2004 r. liczba spółek giełdowych stopniowo wzrastała i w 2011 r. ponownie przekroczyła 5 tys. Na podstawie wskaźnika relatywnego można stwierdzić, że liczba spółek giełdowych jest niewspółmierna do ludności kraju. Choć wysoka liczba dostępnych papierów jest korzystna z punktu widzenia realizacji funkcji mobilizacyjnej (i dywersyfikacyjnej), to pozytywny wpływ ograniczony jest przez to, że w rzeczywistości handluje się akcjami zaledwie ok. 60% największych spółek. Możliwości dokonywania transakcji kupna/sprzedaży pozostałych papierów są ograniczone i wiążą się z wysokimi kosztami operacji (sytuacja poprawia się wskutek działań nadzorczych).

Dane dotyczące rynku wtórnego są ważne przy ocenie funkcji mobilizacyjnej, jednak jeszcze istotniejsze są dane o rynku pierwotnym. Najważniejsze trendy zmian emisji akcji są zbliżone do kształtowania się kapitalizacji, ze znaczącym wyjątkiem 2008 r., kiedy wartość



emisji akcji w Indiach była najwyższa w historii – różnica wynika z tego, że kapitalizacja została obliczona na koniec roku, czyli już po nasileniu się kryzysu finansowego, podczas gdy duża część emisji została przeprowadzona w pierwszym półroczu 2008 r. (poza tym, w związku z okresem przygotowania oferty procesy na rynku pierwotnym zachodzą z pewnym opóźnieniem w stosunku do zmian w innych obszarach).

Należy podkreślić, że wartość emisji jest bardziej precyzyjnym wskaźnikiem realizacji funkcji mobilizacyjnej, ponieważ nie jest zależna od wahań cen akcji (istotna jest jedynie cena emisyjna). Jak pokazują dane, w całym analizowanym okresie indyjskie spółki sprzedawały wyemitowane akcje poprzez giełdy papierów wartościowych, przy czym najwyższą wartość odnotowano w 2008 r. (5,18% PKB) oraz rok wcześniej (3,64% PKB). Po znacznym zmniejszeniu wartości emisji w 2009 r. w reakcji na m.in. gwałtowny spadek kursów indeksów (skutkiem czego było zmniejszenie zainteresowania nabywaniem nowych akcji), kolejny rok przyniósł ich wzrost, co było przede wszystkim rezultatem przeprowadzenia wcześniej wstrzymywanych ofert. Jednak w 2011 r. wartość ponownie mocno spadła, osiągając poziom najniższy od 2003 r. Nie oznacza to, że pierwotny rynek akcji podczas kryzysu finansowego przestał wypełniać funkcję mobilizacyjną; można wręcz wysunąć odwrotne wnioski – mimo pogorszenia koniunktury przedsiębiorstwa nadal korzystały (w mniejszym stopniu niż wcześniej) z finansowania inwestycji poprzez emisję akcji (na wielu innych rynkach akcji doszło do niemal całkowitego zahamowania aktywności na rynku pierwotnym).

**Tabela 5.19. Wybrane największe IPO w Indiach w latach 2002-2011**

Rok	Spółka	Wartość (mld USD)
2004	Tata Consultancy Services	1,2
2006	Reliance Petroleum	1,8
2008	Reliance Power	3,0
2009	National Hydroelectric Company	1,3
2010	Coal India	3,4

Źródło: Opracowanie własne na podst. *Global IPO Trends 2012: Prepare early, move fast*, op. cit.

W latach 2002-2004 i w 2008 r. głównym typem emisji akcji były IPO, w pozostałych emisje spółek już notowanych. Zainteresowanie indyjskich spółek IPO było wysokie już w pierwszej części okresu badawczego, kiedy to decyzję o notowaniu na giełdzie podjęło kilka dużych spółek (zob. tabela 5.19), co oznaczało zmianę dominującej wcześniej tendencji wprowadzania na giełdę głównie mniejszych przedsiębiorstw, skutkującego nadmiernym rozdrobnieniem rynku.

Najwięcej środków poprzez IPO zebrały spółki Coal India (największy na świecie koncern węglowy), Reliance Power i Reliance Petroleum (dwie spółki stanowiące część konglomeratu Reliance Industries). Większość emisji przeprowadziły spółki z branży górniczej, wytwarzania i dystrybucji energii elektrycznej oraz przetwórstwa, mniejszy udział miały spółki handlu detalicznego i finansowe. Taką strukturę emisji należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia perspektyw rozwoju gospodarki – część środków pozyskanych ze sprzedaży akcji przeznaczona została na realizację (wspieranych przez władze) inwestycji w budowę i modernizację mocy wytwórczych prądu oraz infrastruktury dystrybucyjnej, a braki w tym obszarze są jedną z głównych barier rozwoju kraju. Ponadto, istotna część IPO stanowiła element procesów prywatyzacyjnych (np. spółek Coal India i National Hydroelectric Company) – warto podkreślić, że rola tego typu emisji wzrosła po 2008 r., kiedy władze indyjskie nie zrezygnowały z wprowadzania na giełdę spółek państwowych. Oznacza to, że rynek akcji wypełniał w dużym (i rosnącym w czasie) stopniu także funkcję gospodarczo-polityczną. Analizując dane o emisji akcji w Indiach należy zaznaczyć, że aktywni na rynku pierwotnym są inwestorzy zagraniczni (w relatywnie wyższym stopniu niż na rynku wtórnym); w niektórych latach byli odpowiedzialni za napływ większości środków (mimo ograniczeń prawnych)<sup>676</sup>. Stanowi to argument na rzecz wysokiego stopnia realizacji funkcji mobilizacyjnej, gdyż nastąpiło w ten sposób zwiększenie dostępności kapitału nie tylko z oszczędności krajowych, ale również zagranicznych.

Na podstawie danych o obrotach giełd indyjskich (tabela 5.20) można stwierdzić, że w latach 2002-2007 indyjski rynek w coraz większym stopniu spełniał funkcję alokacyjną, czyli umożliwiał transfer kapitału do najkorzystniejszych dla całej gospodarki zastosowań (poprzez rosnącą płynność rynku, przejawiającą się wzrostem wartości transakcji). Wniosek ten potwierdzają także dane o zwiększającej się rocznej liczbie transakcji i obrotach dziennych (zob. rys. 5.14). Wzrost płynności rynku w tym podokresie wynikał m.in. z posunięć SEBI, dążącej do zmiany struktury rynku poprzez eliminację najmniej płynnych spółek oraz wprowadzanie opisanych wcześniej działań zwiększających zaufanie inwestorów. Do wzrostu obrotów przyczyniły się dodatkowo zmiany będące skutkiem konkurencji między dwoma głównymi parkietami, które polegały na udostępnianiu uczestnikom obrotów nowoczesnych systemów handlu oraz dematerializacji papierów. Ponadto, wprowadzenie automatycznych mechanizmów bezpieczeństwa umożliwiło uniknięcie nadmiernych wahań dziennych kursów indeksów.

---

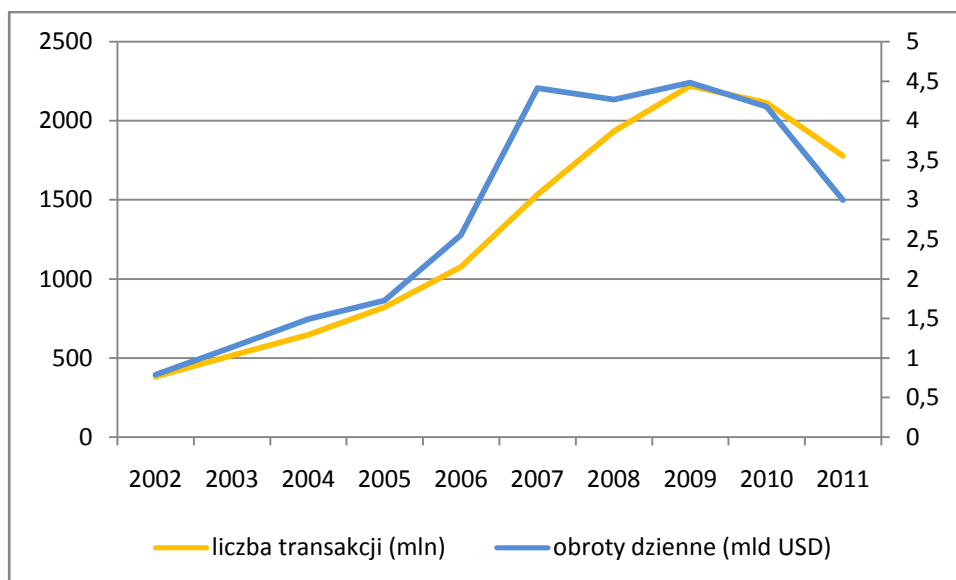
<sup>676</sup>Przykładowo, w 2007 r. wartościowo 75% akcji z IPO zostało nabytych przez inwestorów zagranicznych. Zob. *Global IPO trends report 2008 : Growth during uncertainty*, Ernst&Young, London 2008, s. 45.

**Tabela 5.20. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Indiach**

	obroty (mld USD)	relatywne obroty (%)	liczba transakcji (mln)	obroty dzienne (mld USD)
<b>2002</b>	197,12	37,70	381,81	0,79
<b>2003</b>	284,80	46,12	515,93	1,13
<b>2004</b>	379,08	52,53	646,34	1,49
<b>2005</b>	433,90	52,01	821,52	1,73
<b>2006</b>	638,48	67,27	1074,96	2,55
<b>2007</b>	1107,55	89,41	1532,59	4,41
<b>2008</b>	1049,75	85,76	1933,66	4,27
<b>2009</b>	1088,89	80,00	2219,81	4,48
<b>2010</b>	1056,81	62,74	2112,34	4,18
<b>2011</b>	740,18	40,05	1777,33	3,00
<b>średnia</b>	697,66	61,36	1301,63	2,80

Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

**Rys. 5.14. Liczba transakcji i obroty dzienne na rynku indyjskim w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WEF.

W latach 2008-2010 obroty ustabilizowały się na wysokim poziomie wynoszącym ok. 1 bln USD (obroty dzienne w przedziale 4-4,5 mld USD), podobnie liczba transakcji (ok. 2 mld operacji rocznie). Jednak w ujęciu względnym nastąpił wyraźny spadek płynności, oznaczający niższy stopień realizacji funkcji alokacyjnej. Silne załamanie miało miejsce w 2011 r., kiedy wartość obrotów zmalała do 740 mld USD. Spadek w stosunku do PKB był jeszcze większy – relatywne obroty w analizowanym okresie były niższe jedynie w 2002 r. Zmiany płynności należy jednak rozpatrywać w powiązaniu z cenami akcji i zmianami kapitalizacji – w 2011 r. miał miejsce także gwałtowny spadek kapitalizacji, stąd zmniejszenie obrotów było częściowo tego pochodną (zależność ma charakter dwukierunkowy). Wskaźnikiem niezależnym od cen akcji jest liczba transakcji, która także

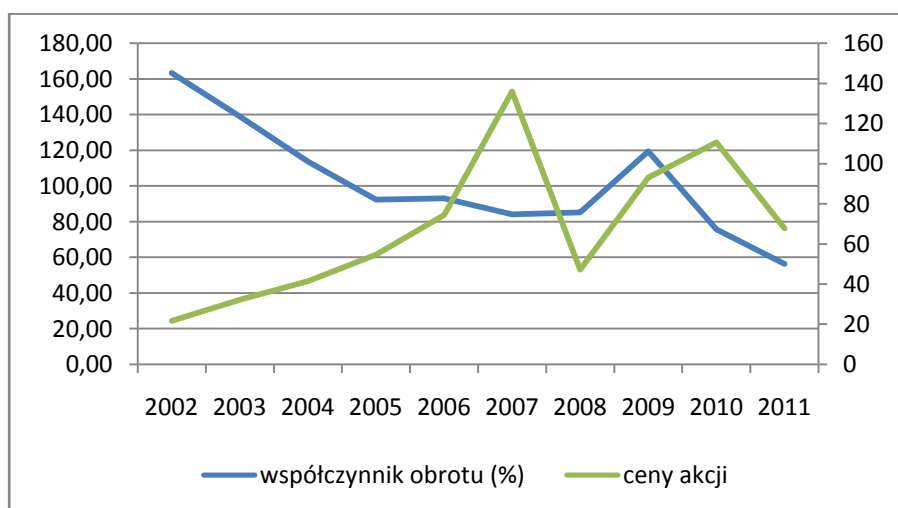
spadła w 2011 r., ale zmiana była mniejsza niż dla pozostałych mierników, co wskazuje na to, że wprawdzie nastąpiło pogorszenie płynności rynku, ale nie było ono aż tak silne.

**Tabela 5.21. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Indiach**

	współczynnik obrotu (%)	koncentracja (%)	ceny akcji
2002	163,31	50,63	21,79
2003	138,89	40,97	32,23
2004	113,68	36,58	41,52
2005	92,23	23,34	54,64
2006	93,08	28,33	74,45
2007	83,97	25,05	135,85
2008	85,19	27,84	47,25
2009	119,35	28,16	93,03
2010	75,62	22,90	110,48
2011	56,26	27,47	67,75
średnia	102,16	31,13	67,90

Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

**Rys. 5.15. Współczynnik obrotu i ceny akcji na indyjskim rynku w latach 2002-2011**



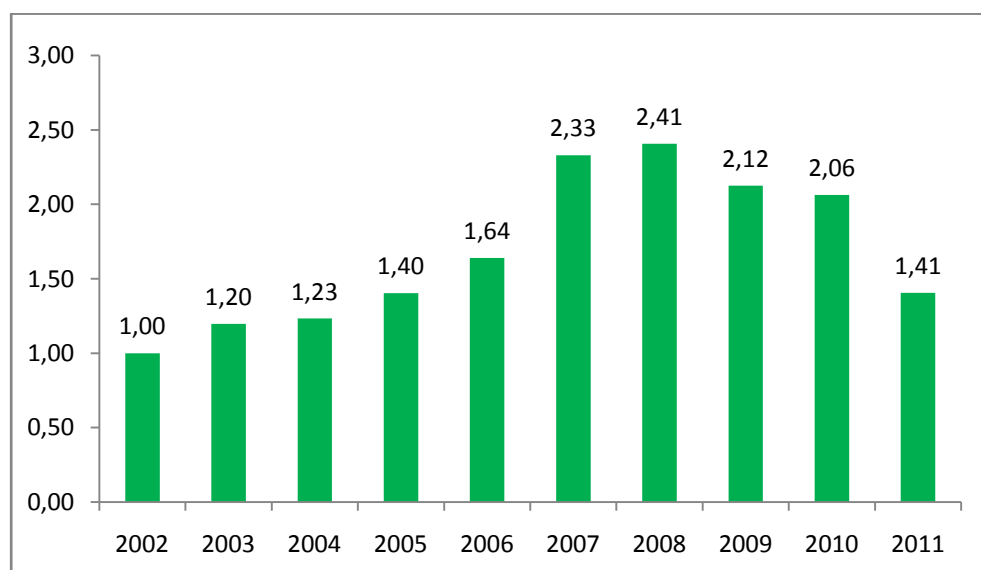
Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Do oceny realizacji funkcji wartościującej (wyceny) zastosowane zostaną najważniejsze wskaźniki zamieszczone w tabeli 5.21. W przeciwieństwie do poprzednich wskaźników, z wyjątkiem 2009 r., współczynnik obrotu w całym badanym okresie malał lub w pojedynczych latach nieznacznie wzrastał (zob. rys. 5.15). Dla Indii można więc na podstawie wartości współczynnika obrotu wyciągnąć wniosek o niskim stopniu realizacji funkcji wyceny. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy mógł być relatywnie niższy (w stosunku do wzrostu liczby notowanych spółek i cen akcji) napływ środków na giełdy, spowodowany barierami w dostępie dla inwestorów zagranicznych oraz niedorozwojem sektora instytucjonalnego (dominacja inwestorów indywidualnych; w Indiach w akcje inwestuje ok. 5%

ludności aktywnej zawodowo – przy bardzo wysokiej populacji oznacza to największe grono posiadaczy akcji w ujęciu bezwzględny wśród wszystkich KSR)<sup>677</sup>.

Malejąca koncentracja rynku oznacza, że coraz większy udział w całości kapitalizacji i obrotów mają spółki spoza czołówki; jest to tym samym dowód większych możliwości korygowania i kształtowania wyceny ich akcji (lepszą realizacją funkcji wyceny). Dane o cenach akcji (zob. rys. 5.15) rozumianych jako kurs indeksu szerokiego rynku (wszystkich notowanych spółek) ukazują trendy opisane już przy okazji funkcji mobilizacyjnej, a więc wyraźny wzrost do 2007 r. (zwłaszcza na przestrzeni dwóch ostatnich lat), a następnie zmienne wyniki od 2008 r. Analizując te dane pod kątem możliwych baniek spekulacyjnych (np. w 2007 r.), jeżeli zostaną rozpatrzone łącznie ze współczynnikiem obrotu, to należy stwierdzić, że nie doszło do ich powstania. Wnioski dotyczące wypełniania funkcji wyceny są niejednoznaczne – mimo pozytywnych zmian w zakresie koncentracji, większą wagę należy przypisać współczynnikowi obrotu (i niskiemu udziałowi inwestorów instytucjonalnych).

**Rys. 5.16. Indie: WRRR w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne.

Przedstawione powyżej wyniki mogą być podstawą do wyciągnięcia wniosków o różnym zakresie realizacji funkcji rynku akcji w badanym okresie. W latach 2002-2007 (i części 2008) funkcje mobilizacyjna i alokacyjna były wypełniane w coraz wyższym stopniu, jednak od drugiej połowy 2008 r. trend uległ odwróceniu (zwłaszcza pod względem mobilizacji mierzonej kapitalizacją rynku). Malejący współczynnik obrotu w niemal całym

<sup>677</sup> P. Rudaz, op. cit., s. 9. Wysoki udział inwestorów indywidualnych świadczy o tym, że rynek akcji w Indiach wypełnia inną ze swoich funkcji – poprzez zapoznawanie się z mechanizmami inwestowania na giełdzie poprawia się poziom edukacji ekonomicznej społeczeństwa, a tym samym racjonalność decyzji. Jest to szczególnie ważne w kraju takim jak Indie, gdzie ogólny poziom wykształcenia jest bardzo niski, na co dowodem są np. dane o stopie analfabetyzmu przytoczone w rozdziale trzecim (ponad 1/3 dorosłych).

okresie świadczył o pogłębiających się możliwych zaburzeniach mechanizmów wartościujących (pozytywnie należy ocenić spadek koncentracji rynku i brak baniek spekulacyjnych). Podsumowaniem oceny wypełniania funkcji rynku akcji i poziomu jego rozwoju jest (przedstawiony na rysunku 5.16) całościowy wskaźnik WRRRA – analizując jego wartości można stwierdzić, że ogólny poziom rozwoju rynku akcji w Indiach do 2008 r. stale wzrastał, by potem (najpierw mniej, a później bardziej wyraźnie) się obniżyć<sup>678</sup>.

#### 5.4.2. Kanały transmisji

W poprzedniej części badania wyodrębniono dwa podokresy, z różnym stopniem realizacji podstawowych funkcji rynku akcji – do 2007/2008 r. i późniejszy. W pierwszym z nich rynek akcji stawał się coraz bardziej rozwinięty (poza częściowo funkcją wyceny), w drugim nastąpił regres. W oparciu o te wyniki w tej części badania przedmiotem analizy będą dwa kanały transmisji.

**Tabela 5.22. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki**

	oszczędności brutto (%PKB)	zmiana oszczędności brutto (%)	nakłady brutto (%PKB)	nakłady netto (%PKB)	emisja akcji (% nakładów brutto)	napływ BIZ (%PKB)	napływ inwestycji portfelowych (%PKB)
<b>2002</b>	24,06	-2,95	18,31	9,16	6,14	1,08	0,20
<b>2003</b>	25,49	5,93	17,11	8,73	9,97	0,70	1,33
<b>2004</b>	30,70	20,46	17,85	9,41	9,07	0,80	1,25
<b>2005</b>	31,53	2,72	21,80	13,27	10,48	0,87	1,46
<b>2006</b>	32,71	3,74	22,99	14,33	9,66	2,11	1,00
<b>2007</b>	34,02	4,00	23,38	15,89	15,56	2,04	2,65
<b>2008</b>	30,46	-10,47	24,87	15,01	20,83	3,55	-1,23
<b>2009</b>	30,92	1,51	23,81	14,79	5,80	2,61	1,81
<b>2010</b>	32,61	5,48	23,20	15,02	9,46	1,55	1,81
<b>2011</b>	29,00	-11,09	22,30	13,66	2,70	1,72	-0,22
<b>średnia</b>	30,15	1,93	21,56	12,93	9,97	1,70	1,01

Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

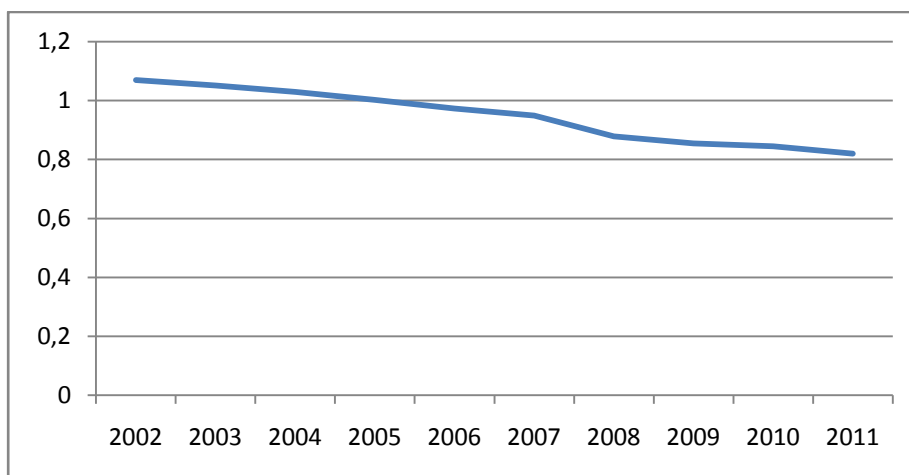
W latach 2003-2007 w Indiach wartość oszczędności brutto odniesiona do PKB wzrosła do poziomu ok. 34% (tabela 5.22). Od 2008 r. stopa oszczędności spadała, do poziomu 29% w 2011 r. – można to powiązać ze zmianami zachodzącymi na rynku akcji. Nakłady brutto sektora prywatnego na aktywa trwałe szczytową wartość osiągnęły w 2008 r. (niecałe 25% PKB), by potem spaść do 22% w 2011 r. Względna wartość nakładów netto zmieniała się co do kierunku niemal identycznie jak nakładów brutto (poza minimalnym spadkiem w 2011 r.), jednak z większym natężeniem. Najważniejszym wskaźnikiem w tej

<sup>678</sup> Wartość WRRRA wyższa w 2008 r. niż w 2007 r. (mimo załamania relatywnej kapitalizacji) to przede wszystkim skutek rekordowej sumy emisji akcji.

części badania jest udział emisji akcji w całości nakładów brutto sektora prywatnego w gospodarce, ponieważ ukazuje on pozycję tej formy pozyskania kapitału wśród wszystkich źródeł finansowania inwestycji. Najwyższy udział odnotowano w Indiach w 2007 i 2008 r., czyli w latach najwyższego rozwoju rynku akcji – w 2008 r. ponad 1/5 wszystkich inwestycji (brutto) w aktywa trwałe mogła zostać sfinansowana z wykorzystaniem rynku akcji. Wraz z pogorszeniem się sytuacji na rynku akcji zmalał jego wpływ na podaż kapitału.

Dodatkowym miernikiem jest wartość napływu inwestycji zagranicznych, przede wszystkim portfelowych, której wzrost oznacza zwiększenie dostępnych zasobów finansowych; wyżej rozwinięty rynek akcji zachęca inwestorów zagranicznych do nabywania krajowych papierów. Mimo ograniczeń prawnych inwestorzy zagraniczni ulokowali w akcjach znaczące kwoty, choć część z nich została wycofana w 2008 r. (ale w 2009 i 2010 r. napływ był wysoki). Rozwój rynku akcji ma mniejsze znaczenie dla napływu BIZ, oddziałuje jednak w pewnym stopniu pozytywnie, gdyż zwiększa możliwość np. kupna/sprzedaży pakietów kontrolnych spółek – zmiany napływu BIZ do 2008 r. były zbliżone do trendów na rynku akcji.

**Rys. 5.17. Indie: produktywność kapitału w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Na podstawie danych dotyczących produktywności prywatnego kapitału trwałego można stwierdzić, że w całym omawianym okresie efektywność alokacji kapitału w gospodarce spadała – z poziomu 1,07 do 0,82. Zestawiając ten wynik z wnioskami dotyczącymi zaburzeń w realizacji funkcji alokacyjnej i wyceny, zauważyć należy, że rynek akcji wywierał negatywny wpływ na analizowany aspekt wzrostu gospodarczego. Jest to więc podstawą wniosku o oddziaływaniu rynku akcji nie tylko na podaż kapitału (co potwierdzają dane o udziale emisji akcji w nakładach inwestycyjnych), ale również na efektywność alokacji.

### 5.4.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu

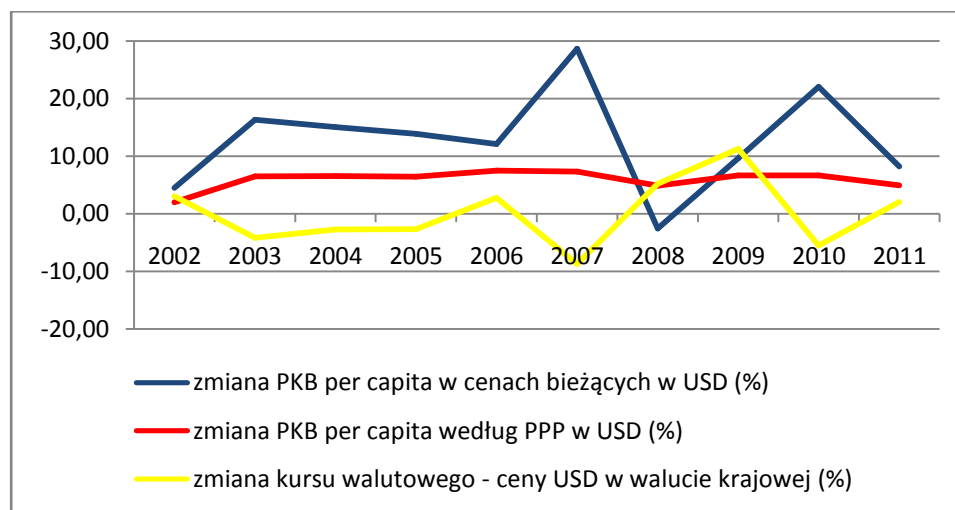
Tabela 5.23. PKB per capita w Indiach w latach 2002-2011

	PKB per capita w cenach bieżących (USD)	PKB per capita według PPP (USD)	zmiana PKB per capita w cenach bieżących w USD (%)	zmiana PKB per capita według PPP w USD (%)
2002	480	2398	4,49	2,01
2003	558	2558	16,29	6,46
2004	643	2730	15,06	6,52
2005	732	2912	13,88	6,45
2006	820	3139	12,10	7,50
2007	1055	3377	28,63	7,31
2008	1028	3546	-2,58	4,89
2009	1127	3790	9,63	6,64
2010	1375	4051	22,05	6,67
2011	1489	4256	8,22	4,94

Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

W latach 2002-2011 w Indiach znacząco wzrósł poziom PKB per capita, niezależnie od tego, w jakich jednostkach jest wyrażony. Dla celów badania zebrano dane o PKB per capita w cenach bieżących i zgodnie z PPP (tabela 5.23). Najsilniejszy wzrost odnotowano dla wskaźnika w cenach bieżących (trzykrotny), jednak jego wartość zniekształcona jest przez wpływ inflacji i wahań kursowych (zob. rys. 5.18). Zmiana wskaźnika według PPP była dużo niższa, lecz i tak wysoka – wyniosła ponad 76% (wzrost z 2398 USD do 4256 USD); duże różnice między PKB w cenach bieżących są skutkiem wysokiej inflacji (średnio rocznie w omawianym okresie 6,88%).

Rys. 5.18. Indie: tempo wzrostu gospodarczego w latach 2002-2011



Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

Tempo wzrostu gospodarczego (zmiany PKB per capita) było w analizowanym okresie dość stabilne, jeżeli brane pod uwagę są dane obliczone zgodnie z PPP. Od 2003 r. Indie znalazły się na ścieżce szybkiego wzrostu, ze średnią procentową zmianą PKB

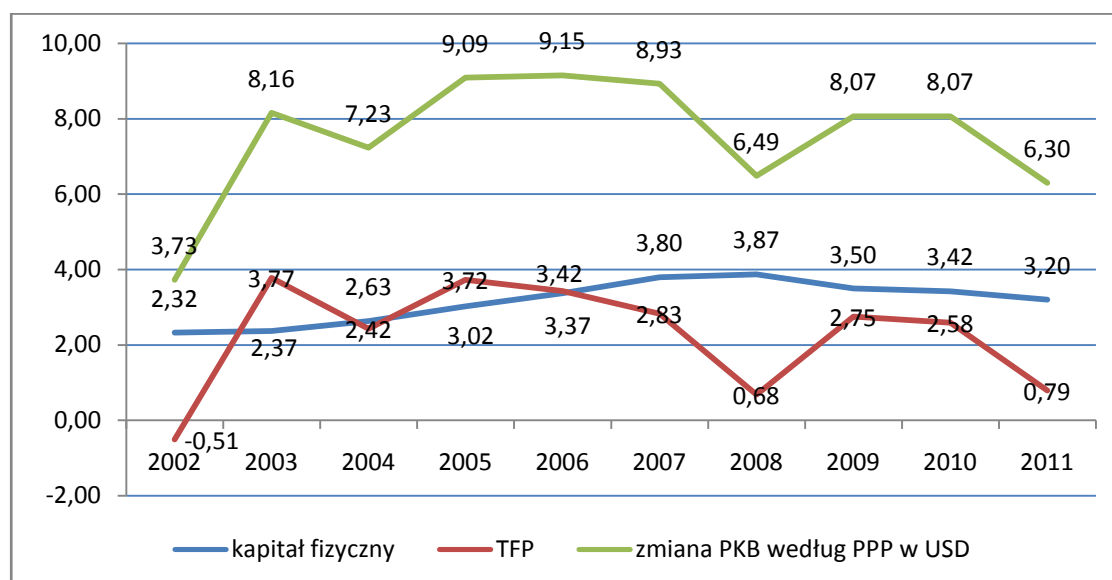


wynoszącą ok. 6,5-7,5%. Kryzys finansowy 2008 r. wpłynął na spowolnienie tempa wzrostu, jednak nadal było ono wysokie, a w latach 2009-2010 nastąpił powrót do dynamiki sprzed kryzysu. Jednak w 2011 r. gospodarka indyjska została dotknięta zaburzeniami będącymi skutkiem kryzysu zadłużeniowego w Europie – zmiana PKB per capita wyniosła niecałe 5%.

W poprzednich fazach badaniach określono stopień realizacji funkcji rynku akcji oraz wpływ na mechanizmy transmisji – uzyskane wyniki wskazują na to, że przez większość analizowanego okresu (zwłaszcza do 2007 r.) wpływ ten był istotny. W związku z tym, że oddziaływanie rynku akcji odnosi się głównie do podaży kapitału (aktywność inwestycyjna), a w mniejszej mierze do TFP, ocena roli rynku akcji w procesie wzrostu może zostać przeprowadzona na podstawie analizy udziału tych dwóch czynników w stopie wzrostu PKB.

Na podstawie dekompozycji składników wzrostu w całym omawianym okresie głównymi źródłami zmian PKB były przyrost kapitału fizycznego oraz TFP (zob. rys. 5.19). Znaczenie zmian liczby zatrudnionych oraz innych form kapitału (przyjęto, że są nimi przede technologie informacyjne i komunikacyjne – ang. *information and communication technologies*, ICTs) było zdecydowanie niższe. Należy wobec tego wnioskować z jednej strony o istotnej roli inwestycji w aktywa trwałe w procesie wzrostu w badanym okresie, a z drugiej o wysokim wpływie zmian technologicznych i poprawy efektywności wykorzystania czynników produkcji (choć łącznie mniej istotnym niż zmian kapitału).

**Rys. 5.19. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Indiach w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. M. Bukowski, I. Magda, Ł. Marć, J. Zawistowski, op. cit., s. 8-12; TED; WDI.

Zwiększanie zasobów kapitału było głównym źródłem przyrostu PKB w Indiach w niemal całym okresie 2002-2011, a jak określono na podstawie wcześniejszych analiz, rynek akcji wpływał w tym czasie istotnie dodatnio na aktywność inwestycyjną w gospodarce,

należy więc stwierdzić, że odgrywał stosunkowo ważną rolę w procesie wzrostu. Jego znaczenie nie było stałe w czasie, o czym świadczą np. dane o udziale emisji akcji w nakładach brutto. Od 2009 r. w tym aspekcie rola rynku akcji była relatywnie mniejsza niż wcześniej, jednocześnie jednak wzrósł napływ inwestycji portfelowych, czyli innego potencjalnego źródła kapitału. Wpływ rynku akcji na TFP jest trudniejszy do określenia – wyniki analizy oddziaływania rynku akcji na efektywność alokacji kapitału pozwalają stwierdzić, że w pewnej mierze występowała zależność negatywna. Rozpatrując łączne oddziaływanie rynku akcji, należy zaznaczyć, że w procesie wzrostu większą rolę odgrywała zmiana podaży kapitału, stąd wpływ rynku akcji był dodatni.

#### 5.4.4. Rynek akcji a sektor bankowy

Zestawienie pierwszego ze wskaźników z tabeli 5.24 (kredyty bankowe dla przedsiębiorstw pozostające do spłaty) z kapitalizacją rynku akcji pozwala stwierdzić, że sektor bankowy w mniejszym stopniu wypełniał w badanym okresie funkcję mobilizacyjną. Kapitalizacja zależy jednak też od koniunktury na rynku akcji, stąd podlegała większym wahaniom niż wartość kredytów, która we wszystkich latach stopniowo rosła. Wartość udzielonych kredytów (zmianę wartości kredytów pozostających do spłaty) można odnieść do nakładów brutto na aktywa trwałe (tak jak w części drugiej badania emisję akcji) – średni udział kredytów był prawie trzykrotnie wyższy niż emisji akcji (28,8% wobec 10%).

**Tabela 5.24. Indie: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011**

	<b>kredyty pozostające do spłaty (%PKB)</b>	<b>kredyty udzielone netto (%PKB)</b>	<b>kredyty udzielone netto/nakłady brutto(%)</b>
2002	28,07	4,53	24,72
2003	27,88	2,84	16,63
2004	30,57	6,17	34,55
2005	34,03	7,20	33,01
2006	37,21	7,94	34,56
2007	38,84	6,79	29,04
2008	42,19	7,79	31,34
2009	40,72	4,05	17,01
2010	43,09	9,25	39,88
2011	43,48	6,05	27,13

Źródło: Opracowanie własne na podst. BIS; WDI.

Na podstawie porównania mierników wpływu na nakłady inwestycyjne można stwierdzić, że w omawianym okresie w Indiach rynek akcji odgrywał mniejszą rolę w procesie wzrostu niż sektor bankowy. Biorąc jednak pod uwagę dysproporcje w zakresie dostępu do finansowania w ramach instytucji bankowych i uzyskiwanego poprzez rynek akcji

(ze względu na wymogi dotyczące np. sprawozdawczości finansowej i powiązanych kosztów emisje akcji przeznaczone są jedynie dla części podmiotów gospodarczych), należy stwierdzić, że rola rynku akcji w Indiach była relatywnie duża.

#### 5.4.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego

Jednym z głównych wskaźników wykorzystywanych do oceny mierzalnych aspektów rozwoju gospodarczego jest HDI. W tabeli 5.25 zostały przedstawione wartości wskaźnika w okresie 2002-2010 oraz czterech zmiennych użytych do jego obliczenia, opisujących różne wymiary rozwoju (dodatkowo zamieszczono stopę bezrobocia).

**Tabela 5.25. Wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego dla Indii (lata 2002-2010)**

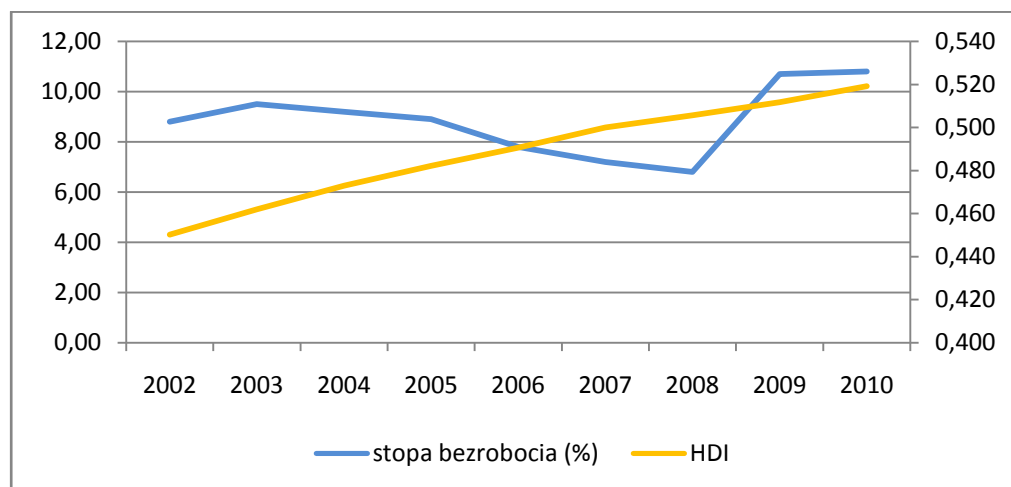
	HDI	średni czas trwania edukacji (lata)	oczekiwany czas trwania edukacji (lata)	średnia długość życia (lata)	PNB per capita według PPP (USD)	stopa bezrobocia (%)
<b>2002</b>	0,450	3,74	8,57	61,97	1954	8,80
<b>2003</b>	0,462	3,82	9,15	62,32	2087	9,50
<b>2004</b>	0,473	3,90	9,69	62,67	2226	9,20
<b>2005</b>	0,482	3,98	9,94	63,02	2401	8,90
<b>2006</b>	0,491	4,06	10,05	63,37	2597	7,80
<b>2007</b>	0,500	4,14	10,31	63,72	2801	7,20
<b>2008</b>	0,506	4,23	10,31	64,07	2932	6,80
<b>2009</b>	0,512	4,31	10,31	64,42	3090	10,70
<b>2010</b>	0,519	4,40	10,31	64,78	3337	10,80

Zródło: Opracowanie własne na podst. HDR, WDI.

Na początku badanego okresu wskaźnik HDI znajdował się na poziomie 0,450, a na koniec 2010 r. wyniósł 0,519, czyli był o 15,3% wyższy. Zdecydowanie najważniejszym elementem tej zmiany był wzrost gospodarczy. W wymiarze edukacji wzrost obu zmiennych był nieco wyższy niż całości wskaźnika (ok. 18%), najniższy zaś w wymiarze zdrowia, do którego pomiaru użyto średnią długość życia – na przestrzeni 9 lat zwiększyła się o 4,5%. Powyższe dane wskazują na to, że w omawianym okresie w Indiach odnotowano wysokie tempo wzrostu gospodarczego, któremu jednak nie towarzyszył równie szybki rozwój w sferze edukacji i zdrowia mieszkańców. Co więcej, także inny wskaźnik rozwoju w aspekcie społeczno-gospodarczym, tj. stopa bezrobocia, potwierdza, że wysoka dynamika produkcji nie spowodowała poprawy sytuacji na rynku pracy (zob. rys. 5.20). Wprawdzie w latach 2005-2008 stopa bezrobocia zmalała do 6,8%, ale skutek światowego kryzysu finansowego w 2009 i 2010 r. zwiększyła się do najwyższych poziomów w XXI w. Wyniki te są zgodne z wnioskami z dekompozycji źródeł wzrostu gospodarczego w Indii, będącego w badanym

okresie skutkiem przede wszystkim przyrostu kapitału fizycznego (nie zaś wykorzystania siły roboczej).

**Rys. 5.20. HDI i stopa bezrobocia w Indiach w latach 2002-2010**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI.

Na wcześniejszych etapach badania określono już jako dodatni wpływ rynku akcji na wzrost gospodarczy, jeden z elementów procesu rozwoju. Można wymienić także kilka innych wymiarów rozwoju, w których widoczna była rola rynku akcji (mniej lub bardziej bezpośrednia).

Pierwszy z nich związany jest z typem przedsiębiorstw dokonujących emisji akcji i przeznaczeniem pozyskanych środków. Do głównych celów należały inwestycje w infrastrukturę, mające znaczenie nie tylko stricte gospodarcze, ale również społeczne. Przykładowo, poprawa dostępu i zwiększenie stabilności dostaw energii elektrycznej są istotne zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla gospodarstw domowych (powodują wzrost standardu życia) – inwestycje tego typu należą do długoterminowych, stąd ich skutki nie są jeszcze w pełni ujmowane przez obecnie dostępne dane o rozwoju<sup>679</sup>. Ponadto, inną grupą spółek, aktywną zwłaszcza pod koniec okresu, były spółki świadczące usługi finansowe (w 2011 r. główna branża pod względem wartości IPO)<sup>680</sup>. W związku z obecnością słabo rozwiniętego sektora bankowego tego typu przedsiębiorstwa (finansujące swoją działalność w dużej mierze poprzez rynek akcji) umożliwiają uzyskanie dostępu np. do kredytów konsumenckich lub przeznaczonych na rozpoczęcie i prowadzenie działalności gospodarczej, w tym w formie mikrokredytów. Ma to istotne znaczenie przede wszystkim dla ubogich warstw ludności, pozbawionych możliwości skorzystania z usług banków.

<sup>679</sup>W latach 2002-2010 produkcja energii elektrycznej wyrażona w kWh wzrosła w Indiach o 60% (WDI).

<sup>680</sup>*Global IPO Trends 2012: Prepare early, move fast*, op. cit., s. 14.

Kolejnym obszarem wpływu są przemiany instytucjonalne gospodarki. W wyniku działań SEBI jakość przepisów dotyczących obrotu akcjami i stopień ich przestrzegania (prowadzone postępowania karne) znacząco się poprawiły, co oznacza, że otoczenie prawne rynku znajduje się na wyższym poziomie (element rozwoju gospodarczego). Skutkiem prowadzonej polityki nadzorczej jest także wzrost bezpieczeństwa własności prywatnej, w formie akcji spółek notowanych na giełdzie – dzięki dążeniu do eliminacji i ściganiu nadużyć mieszkańcy będący właścicielami przedsiębiorstw (poprzez posiadanie akcji) mają większą pewność, że nie dojdzie do naruszenia ich praw. Postępowania prowadzone przez SEBI przebiegają szybciej niż w wysoko zbiurokratyzowanych urzędach i sądach.

Podczas przeglądu funkcji rynku akcji przedstawiono również ocenę realizacji funkcji edukacyjnej – stwierdzono, że w Indiach jest ona wypełniana w dużym stopniu, co wynika z znaczącego udziału inwestorów indywidualnych. Choć w porównaniu z całkowitą populacją kraju liczba mieszkańców będących akcjonariuszami przedsiębiorstw (poprzez posiadanie akcji lub pośrednio poprzez jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych) jest niska (w ujęciu bezwzględnie wysoka)<sup>681</sup>, to w pewnym stopniu rynek akcji wpływał w badanym okresie na jakość edukacji (głównie ekonomicznej) społeczeństwa. Oddziaływanie to jest trudne do zbadania, ale lepsza znajomość mechanizmów gospodarki, wraz z rosnącym czasem trwania edukacji, oznacza, że mieszkańcy kraju zyskali większą świadomość swoich praw – rynek akcji wpłynął więc na aspekt społeczno-polityczny rozwoju.

Z powyższymi zmianami częściowo związane jest także spełnianie funkcji gospodarczo-politycznej. Rząd indyjski, dokonując prywatyzacji przedsiębiorstw poprzez giełdę (w drodze IPO), ograniczył częściowo swój, wciąż wysoki, udział w gospodarce. Ocena procesu prywatyzacji, w tym z punktu widzenia szeroko pojmowanej sprawiedliwości społecznej, wykracza poza zakres tego badania, należy jednak stwierdzić, że prywatyzacja poprzez giełdę w krajach typu Indie, które borykają się z nadużyciami aparatu władzy (np. korupcja), stwarza mniejsze możliwości malwersacji niż sprzedaż udziałów wybranej grupie inwestorów (wzrost poziomu praworządności kraju). Szansę nabycia akcji zyskują także indywidualni inwestorzy – budowany jest w ten sposób tzw. akcjonariat obywatelski (ze skutkami dla procesu rozwoju zbliżonymi do przedstawionych przy funkcji edukacyjnej).

Omówione powyżej oddziaływania należy ocenić jako pozytywne pod względem skutków rozwojowych. Możliwe jest również zidentyfikowanie przynajmniej jednego obszaru wpływu negatywnego, którym jest wzrost zanieczyszczenia środowiska naturalnego (mający

---

<sup>681</sup>Zagadnienie opisane w punkcie 5.4.1.

negatywne przełożenie na standard życia ludności). Wskazują na to np. dane o emisji CO<sub>2</sub> (wrażny wzrost z 1,23 mld ton rocznie w 2002 r. do 1,98 mld ton w 2009 r.). Rosnąca emisja tego i innych gazów cieplarnianych oraz zanieczyszczenie wód są skutkami szybkiego wzrostu produkcji oraz rozbudowy i budowy nowych elektrowni – niemal 70% energii elektrycznej w Indiach wytwarzane jest z węgla<sup>682</sup>. Jak już wcześniej zaznaczono, jednym z głównych celów emisji akcji było sfinansowanie inwestycji w tym sektorze, stąd należy je potraktować jako mające jednocześnie niekorzystny i korzystny wpływ na rozwój gospodarczy Indii w badanym okresie; wydaje się jednak, że przeważały efekty pozytywne – na obecnym etapie rozwoju kraju Indii nie stać na korzystanie z mniej szkodliwych dla środowiska źródeł energii, a dzięki wzrostowi produkcji w wyniku poprawy dostępu do energii elektrycznej możliwa jest akumulacja bogactwa i podjęcie tego typu inwestycji w przyszłości.

## **5.5. Chiny: badanie empiryczne<sup>683</sup>**

### **5.5.1. Realizacja funkcji rynku akcji**

Średnia roczna kapitalizacja w ujęciu względnym wynosiła w latach 1992-2001 ok. 20,33%, podczas gdy w latach 2002-2011 69,74%, czyli ponad trzykrotnie więcej. Większa część wzrostu rozmiarów rynku akcji miała miejsce od 2006 r., wcześniej kapitalizacja pozostawała na zbliżonym poziomie w stosunku do PKB (tabela 5.26). Wśród najistotniejszych przyczyn zwiększenia rozmiarów rynku należy wymienić przeprowadzane przez władze chińskie reformy rynku akcji (szczególnie istotną rolę odegrała modyfikacja i liberalizacja systemu klasyfikacji akcji zmniejszająca stopień segmentacji rynku), rozwijanie programu inwestorów zagranicznych (QFIIs), a także wprowadzanie na giełdy kolejnych spółek państwowych.

Po osiągnięciu rekordowej względnej kapitalizacji w 2007 r. (historycznie wysokie ceny akcji w znacznym stopniu wynikały z napływu kapitału spekulacyjnego) w kolejnych latach rozmiary rynku akcji w Chinach ulegały znacznym wahaniom – przykładowo, w 2008 r. spadły o niemal 2/3, mimo utrzymywania się wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego, zbliżonej do 9% (jedną z przyczyn był znaczący spadek napływu kapitału portfelowego).

---

<sup>682</sup>Dane o emisji i produkcji energii na podstawie WDI.

<sup>683</sup>Przedmiotem badania są oddziaływania pomiędzy chińskim rynkiem akcji (rozumianym jako rynki w ChRL i część rynku w Hong Kongu obejmująca spółki z akcjami typu H, chyba że zaznaczono inaczej) a gospodarką ChRL.

Średnia roczna zmiana kapitalizacji wynosiła w latach 2002-2007 42,1%, a w latach 2007-2011 -16,3%, co wskazuje na to, że zdolność realizowania funkcji mobilizacyjnej przez rynek akcji rosła do 2007 r. (głównie w latach 2005-2007), potem zaś obniżyła się. O tym, że chiński rynek akcji wypełniał zadania mobilizacyjne w coraz wyższym stopniu, świadczą dane dotyczące liczby notowanych spółek, która nieprzerwanie zwiększała się, w szczególności pod koniec okresu, gdy do notowań dopuszczanych było ok. 300 spółek rocznie – w ten sposób doszło do podwojenia liczby przedsiębiorstw giełdowych. Było to skutkiem zwiększenia możliwości pozyskania finansowania dla mniejszych podmiotów, notowanych np. na platformach SME Board i ChiNext giełdy w Shenzhen.

**Tabela 5.26 Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Chinach**

	kapitalizacja (bln USD)	relatywna kapitalizacja (%)	liczba notowanych spółek	relatywna liczba notowanych spółek	emisja akcji (mld USD)	relatywna emisja akcji (%)
<b>2002</b>	0,46	0,32	1235	0,0096	10,89	0,75
<b>2003</b>	0,68	0,42	1296	0,0101	14,05	0,86
<b>2004</b>	0,64	0,33	1384	0,0107	15,68	0,81
<b>2005</b>	0,78	0,35	1387	0,0106	24,55	1,09
<b>2006</b>	2,43	0,89	1440	0,0110	61,99	2,28
<b>2007</b>	6,23	1,78	1530	0,0116	111,47	3,19
<b>2008</b>	2,79	0,62	1604	0,0121	54,77	1,21
<b>2009</b>	5,01	1,00	1700	0,0128	88,81	1,78
<b>2010</b>	4,76	0,80	2063	0,0154	180,89	3,05
<b>2011</b>	3,39	0,46	2342	0,0174	132,68	1,81
<b>średnia</b>	2,72	0,70	1598	0,0121	69,58	1,68

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Od 2005 r. wielkość emisji akcji (główny wskaźnik realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku pierwotnego) wynosi w ujęciu względnym ponad 1% PKB, przy czym najwyższą odnotowano w latach 2007 i 2010. Wartość pozyskanych funduszy w bieżących USD wyniosła wówczas odpowiednio 111,5 mld USD i 180,9 mld USD. Mimo spadku cen akcji również w 2011 r. wielkość emisji przekroczyła 100 mld USD (1,81% PKB). Przeciętnie rocznie spółki gromadziły w ten sposób 69,6 mld USD, tj. 1,68% PKB.

Struktura emisji akcji do 2007 r. była dość nietypowa, ponieważ przeważały transakcje typu IPO, czego najważniejszym powodem były stosunkowo niewielkie rozmiary rynku (stąd niska liczba podmiotów już notowanych mogących przeprowadzić znaczące wartościowo emisje) i wejście w fazę przyspieszonego rozwoju m.in. poprzez wprowadzanie dużych podmiotów do obrotów. Wartość IPO stale się zwiększała – z poziomu ok. 9,8 mld USD w 2002 r. poprzez 18,4 mld USD w 2005 r. do 73,1 mld USD w 2007 r. Po 2008 r.

najważniejszym typem stały się emisje podmiotów już notowanych (poza 2010 r.). Mimo pogorszenia sytuacji na światowych rynkach finansowych i obniżenia prognoz, co do możliwości utrzymania wysokiego tempa wzrostu PKB, spółki w latach 2010-2011 korzystały z finansowania poprzez rynek akcji na równie dużą skalę, co przed kryzysem.

**Tabela 5.27. Wybrane największe IPO w Chinach w latach 2002-2011**

Rok	Spółka	Wartość (mld USD)
2005	China Construction Bank	9,2
2006	Industrial and Commercial Bank of China	21,9
2006	Bank of China	11,2
2009	China State Construction Engineering Corporation	7,3
2010	Agricultural Bank of China	22,1
2011	Sinohydro Group	2,1

Źródło: Opracowanie własne na podst. *Global IPO Trends 2012: Prepare early, move fast*, op. cit.

Choć Chiny dopiero od kilku lat są największym na świecie rynkiem pod względem kwoty przeprowadzanych IPO, to ich wartość już wcześniej była bardzo wysoka. Wśród emisji wymienionych w tabeli 5.27 wyróżniają się oferty dwóch banków państwowych z chińskiej „wielkiej czwórki” – Industrial and Commercial Bank of China<sup>684</sup> oraz Agricultural Bank of China; ich wartość wynosząca ok. 22 mld USD była najwyższa w historii wszystkich światowych giełd i do dzisiaj nie została przekroczona<sup>685</sup>.

Wśród największych chińskich IPO zdecydowanie przeważały spółki państwowe, zwłaszcza z sektora finansowego, branży budowlanej (np. China State Construction Engineering Corporation), energetycznej (np. Sinohydro Group) i transportowej, w których udziały władze sprzedawały jako element częściowej prywatyzacji (pozostając jednak głównym akcjonariuszem z niemal pełną kontrolą nad przedsiębiorstwami)<sup>686</sup>. IPO spółek finansowych, których wartość stanowiła ok. ¼ całości, zostały przeprowadzone przez kilkanaście instytucji, w większości banków pozyskujących w ten sposób kapitał na dalsze rozwijanie akcji kredytowej (poprzez wzrost efektywności systemów zarządzania ryzykiem) oraz poprawę adekwatności kapitałowej w związku z problemem znaczącego odsetka kredytów zagrożonych (na podstawie danych nadzoru bankowego można stwierdzić, że w dużej mierze cel ten został osiągnięty). Transakcje spółek infrastrukturalnych związane były z wysokimi wydatkami państwowymi m.in. w ramach pakietu stymulacyjnego po 2008 r.

<sup>684</sup>Był to pierwszy przypadek jednoczesnego wejścia (tego samego dnia) spółki chińskiej na giełdę w Szanghaju i Hong Kongu.

<sup>685</sup>Stan na koniec października 2013 r.

<sup>686</sup>W ten sposób rynek wypełniał w ograniczonym zakresie funkcję gospodarczo-polityczną.



Jeżeli przeanalizowane zostaną dane dotyczące struktury wszystkich IPO, nie tylko największych wartościowo, to okazuje się, że jest ona zbliżona do roli odgrywanej przez poszczególne branże w generowaniu PKB – pod względem liczby ofert oraz w ujęciu wartościowym najistotniejszą kategorią były przedsiębiorstwa przemysłowe (usługowe znajdowały się na marginesie), co oznacza, że pierwotny rynek akcji przyczyniał się do umacniania znaczenia tego sektora. Zaczęło się to zmieniać wraz z uruchomieniem platform obrotów ze zmniejszonymi wymogami w zakresie dopuszczenia do notowań, a zwłaszcza ChiNext w Shenzhen. O tym, że rynek akcji faktycznie stawał się coraz bardziej dostępny dla mniejszych podmiotów świadczy rosnąca liczba i wartość IPO na SME Board i ChiNext – w 2011 r. stanowiły już ponad połowę łącznej wartości.

**Tabela 5.28. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Chinach**

	obroty (bln USD)	relatywne obroty (%)	liczba transakcji (mln)	obroty dzienne (mld USD)
<b>2002</b>	0,35	24,38	311,1	1,45
<b>2003</b>	0,53	32,32	344,0	2,16
<b>2004</b>	0,83	42,82	439,6	3,38
<b>2005</b>	0,66	29,37	365,8	2,71
<b>2006</b>	1,80	66,23	739,7	7,33
<b>2007</b>	8,22	235,33	2513,4	33,56
<b>2008</b>	6,27	138,60	1991,8	25,58
<b>2009</b>	9,63	192,87	3466,9	39,29
<b>2010</b>	8,64	145,64	3051,7	35,25
<b>2011</b>	8,28	113,04	2369,3	33,78
<b>średnia</b>	4,52	102,06	1559,3	18,45

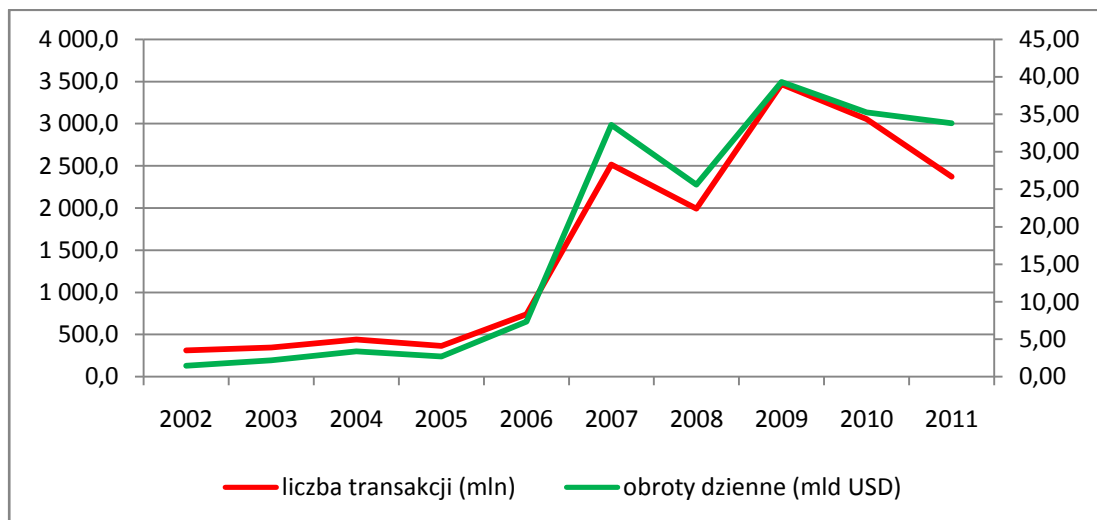
Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Zmiany zachodzące na chińskim rynku akcji w zakresie funkcji alokacyjnej przebiegały w sposób dość zbliżony do przemian obejmujących funkcję mobilizacyjną. Po spadku na początku XXI w.<sup>687</sup> w pierwszej części badanego okresu (lata 2002-2005) relatywne obroty wynosiły średnio ok. 32%, by w drugiej (2006-2011) zwiększyć się niemal pięciokrotnie do ok. 149% (zob. tabela 5.28). Po 2009 r. obroty zaczęły się zmniejszać, przy czym spadek był bardziej widoczny dla danych relatywnych. Zmiany wartości obrotów przebiegały w tempie zbliżonym do wahań kursów głównych indeksów oraz kapitalizacji, co spowodowane było z jednej strony sposobem obliczania tych wskaźników (bezpośrednio powiązanych z cenami akcji), ale z drugiej świadczyło o tym, że płynność na chińskim rynku akcji w dużej mierze związana była z aktywnością inwestorów krótkoterminowych, którzy w

<sup>687</sup> Jeszcze w 2000 r. wskaźnik był równy ok. 60%; przyczyną obniżenia obrotów były działania CSRC, w wyniku których spadło zainteresowanie inwestorów krótkoterminowych, a słabość rynku w zakresie np. jakości sprawozdań spółek zniechęcała lokujących środki w dłuższej perspektywie

momencie pogorszenia koniunktury wycofywali się z giełdy. Dodatkowym impulsem zwiększenia obrotów od 2006 r. była decyzja o wprowadzeniu do handlu giełdowego dawniej niedostępnej części akcji typu A.

**Rys. 5.21. Liczba transakcji i obroty dzienne na rynku akcji w Chinach**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Powyższe wnioski potwierdzają odnotowane wartości wskaźnika liczby transakcji (zob. rys. 5.21) – maksymalne roczne liczby transakcji zaobserwowano w latach 2007 i 2009-2010. W całym okresie badania liczba transakcji zwiększyła się silniej niż względnych obrotów (jednym z powodów jest pojawienie się wielu mniejszych spółek giełdowych na parkiecie w Shenzhen). Na podstawie prezentowanych danych można także stwierdzić, że bliska rekordu z 2007 r. względna wartość emisji w 2010 r., a także wciąż wysoka aktywność w tym obszarze w roku kolejnym (a tym samym większa liczba dostępnych papierów) nie przełożyły się znacząco na wielkość obrotów, gdyż ich spadek w ujęciu względnym nie został zahamowany (po odjęciu udziału transakcji związanych z nabywaniem i handlem akcjami podczas i bezpośrednio po emisji spadek płynności był jeszcze silniejszy). Wszystkie wymienione czynniki sprawiają, że ocena zmian w stopniu realizacji funkcji alokacyjnej jest utrudniona. Niezależnie od przyjętego wskaźnika, biorąc pod uwagę pozostałe aspekty zmian na chińskim rynku akcji, w okresie 2002-2005 nie następowały pozytywne z punktu widzenia poziomu rozwoju procesy w tym aspekcie; w latach 2006-2007 miał miejsce gwałtowny wzrost obrotów (nasiliły się zaś zaburzenia funkcji wyceny opisane poniżej), a w kolejnych (mimo znaczących wahań) rynek pozostał bardziej płynny niż przed 2007 r.

Tabela 5.29 zawiera najważniejsze wskaźniki umożliwiające ocenę wypełniania zadania wyceny kapitału przez rynek chiński. Miara koncentracji obliczona została na

podstawie danych z giełd w Szanghaju i Shenzhen, zaś indeks szerokiego rynku dotyczy wyłącznie największej pod względem kapitalizacji giełdy szanghajskiej<sup>688</sup>.

**Tabela 5.29. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Chinach**

	współczynnik obrotu (%)	koncentracja (%)	ceny akcji
<b>2002</b>	71,82	14,20	1499,82
<b>2003</b>	92,71	20,46	1497,04
<b>2004</b>	125,23	19,42	1266,50
<b>2005</b>	93,31	22,19	1161,06
<b>2006</b>	112,04	28,12	2675,47
<b>2007</b>	190,06	27,32	5261,56
<b>2008</b>	138,97	26,22	1820,81
<b>2009</b>	246,79	20,83	3277,14
<b>2010</b>	176,80	16,56	2808,08
<b>2011</b>	203,06	17,61	2199,42
<b>średnia</b>	145,08	21,29	2346,69

Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Główny wskaźnik służący do oceny stopnia wypełniania funkcji wyceny, tj. współczynnik obrotu zwiększył się w latach 2002-2011 z poziomu 71,82% do 203,06%, średnio wynosił 145,08%. Najsilniejszy wzrost można było zaobserwować w 2007 i 2009 r. Choć umowna granica 200% oddzielająca rynek z przewagą transakcji odzwierciedlających fundamentalną wartość notowanych papierów wartościowych od rynku z przewagą obrotów spekulacyjnych została przekroczone dwukrotnie, to w ujęciu bazowym jedynie w 2009 r. wysokość współczynnika obrotu mogła świadczyć o procesach niekorzystnych z makroekonomicznego punktu widzenia (miejsca systemu finansowego w gospodarce). Co więcej, stopień koncentracji rynku był stosunkowo niski, zwłaszcza pod względem obrotów, a silne zwiększenie koncentracji w 2006 r. spowodowane było IPO dwóch wielkich chińskich banków (roczny wzrost koncentracji kapitalizacji o 60%). Analizowane bez uwzględniania cech charakterystycznych chińskiego rynku akcji omówione powyżej zmiany mogłyby być dowodem na coraz wyższą zdolność do kształtowania właściwej wyceny kapitału. Jest jednak cały szereg czynników świadczących o braku wyraźnych przejawów zmian w kierunku wyższego poziomu rozwoju.

Przedstawione w tabeli 5.29 wartości współczynników obrotu obliczone zostały bez uwzględniania *free float*. O ile na początku i na końcu badanego okresu wielkości wspomnianego wskaźnika kalkulowane z użyciem *free float* były wysokie, ale nie skrajnie, o tyle między 2005 i 2009 r. znajdowały się na poziomie zbliżonym do rosyjskich. Co więcej,

<sup>688</sup>Różnice w stosunku do zmian cen akcji na drugiej największej giełdzie ChRL były, poza pojedynczymi latami, stosunkowo niewielkie; ze względu na mniejszy udział w łącznej kapitalizacji rynku chińskiego pominięto parkiet w Hong Kongu.

należy zauważyć, że najwyższe wartości wskaźnika odnotowano w 2006, 2007 i 2009 r., czyli w czasie największych wzrostów cen akcji, a najsilniejsze spadki przy załamaniu kursów w 2008 r. (i na mniejszą skalę w 2010 r.). Dowodzi to, że inwestorzy dokonujący transakcji w tamtym okresie nie lokowali swoich środków w perspektywie długoterminowej, a kierowali się raczej chęcią realizacji krótkoterminowych zysków.

Przewaga inwestorów detalicznych i słabo rozwinięty sektor instytucjonalny powodowały, że na rynek ok. 2006 r. napłynął strumień środków z gospodarstw domowych poszukujących alternatyw dla niskooprocentowanych depozytów. Tego typu uczestnicy obrotów dysponują gorszymi możliwościami oceny informacji rynkowych niż np. fundusze inwestycyjne i są tym samym bardziej podatni na „zachowania stadne”. Ze względu na brak przejrzystości finansowej wprowadzanych na giełdę spółek lub niekiedy wręcz fałszowanie sprawozdań, przy minimalnej reakcji lub nawet przyzwoleniu nadzoru giełdowego (realizującego cel władz, którym było pozyskanie środków na sfinansowanie działalności przez nierentowne państwowe spółki)<sup>689</sup> doszło do całkowitego oderwania wycen od rzeczywistej wartości akcji i powstania bańki spekulacyjnej – świadczyły o tym wartości wskaźnika C/Z, które wzrosły z ok. 16 w 2005 r. do ok. 33 w 2006 r. i niezwykle wysokich 59 w Szanghaju oraz 72 w Shenzhen w 2007 r.<sup>690</sup> Skutkiem tego była niezdolność chińskiego rynku do realizacji funkcji wyceny, a nawet więcej, wypełnianie jej w sposób powodujący dostarczanie błędnych informacji o koszcie kapitału w gospodarce, będących pochodną krótkoterminowych decyzji (70% inwestorów sprzedaje akcje w ciągu 6 miesięcy od zakupu, co sprawia, że wahania kursów na rynku chińskim należą do największych na świecie)<sup>691</sup>; dopiero od 2010 r. widoczna jest pewna poprawa i urealnienie wycen. Innym negatywnym zjawiskiem obecnym na chińskim rynku akcji (zwłaszcza na giełdach ChRL), mającym także wpływ na ten aspekt rozwoju, są przestępcze praktyki części największych państwowych domów maklerskich, które (czasami w porozumieniu z giełdami) sprzedają klientom akcje na podstawie sfałszowanych dokumentów – według szacunków na samej giełdzie w Szanghaju inwestorzy stracili w ten sposób między 2008 i 2011 r. 15 mld USD<sup>692</sup>.

---

<sup>689</sup>Spowodowało to, że nawet największe światowe instytucje finansowe miały trudności z oceną zasadności inwestycji w chińskie akcje. Pod koniec 2011 r. bank Société Générale ogłosił wycofanie się z udziału w chińskich IPO. Zob. S. Rabinovitch, *SocGen to stay away from China IPOs*, „Financial Times”, December 30, 2011.

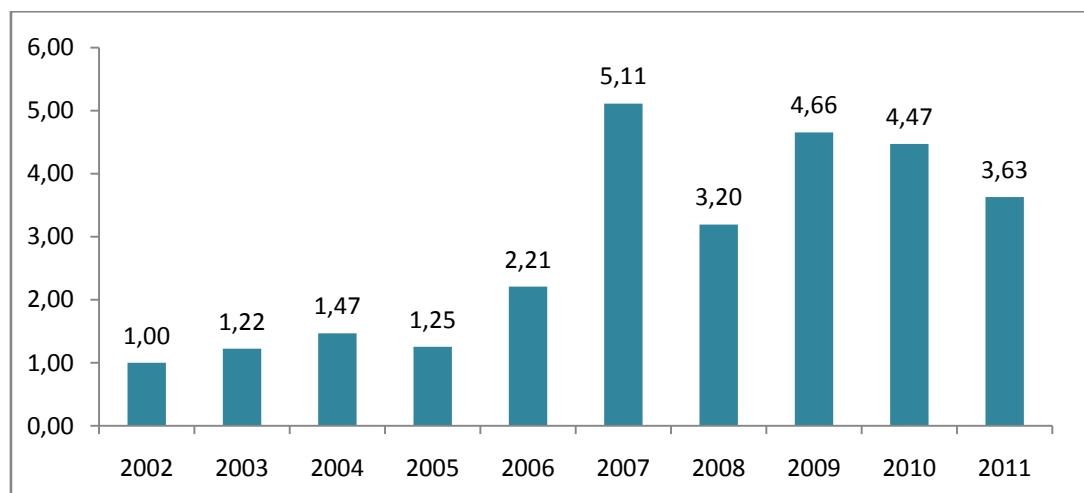
<sup>690</sup>*China Financial Stability Report 2012*, People’s Bank of China, Beijing 2012, s. 218.

<sup>691</sup> [www.forbes.com/sites/junhli/2012/12/05/chinese-stock-market-buy-in-or-buyer-beware/](http://www.forbes.com/sites/junhli/2012/12/05/chinese-stock-market-buy-in-or-buyer-beware/), data dostępu: 1.08.2013.

<sup>692</sup> [www.theepochtimes.com/n2/china-news/mainland-chinese-investors-in-hong-kong-protest-securities-fraud-62551.html](http://www.theepochtimes.com/n2/china-news/mainland-chinese-investors-in-hong-kong-protest-securities-fraud-62551.html), data dostępu: 1.08.2013.

Wyniki analizy wskaźników realizacji kluczowych funkcji rynku akcji w Chinach z uwzględnieniem cech niekwantyfikowanych mogą być podstawą do wyciągnięcia skrajnie odmiennych wniosków dotyczących poszczególnych zadań. W początkowej części badanego okresu, czyli w latach 2002-2005, poziom rozwoju rynku zwiększył się relatywnie niewiele we wszystkich trzech głównych wymiarach. Kolejne lata to czas poprawy stopnia wypełniania funkcji mobilizacyjnej (mimo silnego spadku względnej kapitalizacji pod koniec omawianego okresu pozostałe wskaźniki, w tym relatywna liczba notowanych spółek, były nadal na wysokim poziomie). Zbliżone zmiany następowały w odniesieniu do funkcji alokacyjnej, związanej z płynnością rynku, która najmocniej zwiększyła się w latach 2006-2007, by potem ulegać istotnym wahaniom (na podstawie wskaźnika liczby transakcji można jednak stwierdzić, że wysoki poziom płynności został utrzymany).

**Rys. 5.22. WRRR w Chinach w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne.

Jednoznacznie negatywnym elementem zmian na chińskim rynku akcji były te zachodzące w zakresie mechanizmów wyceny kapitału, zaburzonych najsilniej w okresie największej poprawy w zakresie funkcji mobilizacji i alokacji, stąd należy je uwzględnić w interpretacji wyników analizy prowadzonej odrębnie dla tych zadań. Trudno wprawdzie ocenić, na ile niekorzystne procesy, takie jak np. powstawanie baniek spekulacyjnych, wpłynęły na obniżenie możliwości wypełniania pozostałych funkcji, ale ze względu na skalę zaburzeń oddziaływania te były znaczące i łączna zmiana poziomu rozwoju rynku akcji była niższa niż wskazywałyby na to wartości WRRR (zob. rys. 5.22), będącego jedynie pewnym uproszczeniem rozbudowanej analizy; zastosowanie wartości z uwzględnieniem *free float* nie zmienia zasadniczo wyników obliczeń.

## 5.5.2. Kanały transmisji

Tabela 5.30 zawiera najważniejsze wskaźniki, które zostaną użyte przy ocenie oddziaływania rynku akcji na procesy w sferze realnej gospodarki. Ze względu na istotne różnice pomiędzy łącznymi nakładami brutto na aktywa trwałe a wydatkami sektora prywatnego do obliczeń wykorzystano wskaźnik z całością nakładów – mimo pewnych zniekształceń uzyskanych wyników w stosunku do wcześniejszych analiz, spowodowanych brakiem wyodrębnienia inwestycji rządowych, z powodu istotnego udziału przedsiębiorstw państwowych w wytwarzaniu PKB (ok. 40%) oraz zbliżonego (ok. 35-45%) w inwestycjach w kapitał fizyczny takie podejście wydaje się być uzasadnione<sup>693</sup>.

**Tabela 5.30. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki**

	oszczędności brutto (%PKB)	zmiana oszczędności brutto (%)	nakłady brutto (%PKB)	nakłady netto (%PKB)	emisja akcji (% nakładów brutto)	napływ BIZ (%PKB)	napływ inwestycji portfelowych (%PKB)
<b>2002</b>	40,44	5,34	36,26	21,86	2,07	3,39	0,15
<b>2003</b>	43,40	7,33	39,38	24,55	2,17	3,01	0,47
<b>2004</b>	45,81	5,56	40,73	25,47	1,99	3,22	0,57
<b>2005</b>	47,63	3,96	40,14	25,13	2,71	4,61	0,91
<b>2006</b>	50,67	6,39	40,66	25,59	5,62	4,57	1,58
<b>2007</b>	50,54	-0,27	39,11	24,82	8,16	4,47	0,53
<b>2008</b>	51,76	2,42	40,79	25,53	2,97	3,79	0,19
<b>2009</b>	52,65	1,72	45,96	30,34	3,87	2,63	0,58
<b>2010</b>	52,13	-0,98	45,73	29,91	6,67	4,11	0,53
<b>2011</b>	52,49	0,69	45,49	29,21	3,98	3,83	0,07
<b>średnia</b>	48,75	3,22	41,42	26,24	4,02	3,76	0,56

Zródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

Pomiędzy 2002 i 2011 r. oszczędności brutto jako odsetek PKB zwiększyły się w Chinach z 40,44% do 52,49%. Najwyższą dynamikę zaobserwować można było w okresie 2002-2006, czyli w czasie stosunkowo niewielkich zmian poziomu rozwoju rynku akcji, co mogłoby świadczyć o niewielkim wpływie na wzrost wartości oszczędności w gospodarce. Bardziej widoczna jest rola w przekształcaniu oszczędności w inwestycje przedsiębiorstw, zwłaszcza w aktywa trwałe. Łączne nakłady brutto zwiększyły się w omawianym okresie z 36,26% do 45,49% (jako część PKB), czyli o nieco ponad 25%<sup>694</sup>. Nakłady netto, obliczone z wykorzystaniem przyjętej stopy deprecjacji aktywów trwałych, wzrosły o ok. 1/3. W obu

<sup>693</sup>N. Geng, P. N'Diaye, *Determinants of Corporate Investments in China: Evidence from Cross-Country Firm Level Data*, "IMF Working Paper", WP/12/80, 2012, s. 4-9.

<sup>694</sup>Jeszcze silniej wzrosły nakłady wyłącznie sektora prywatnego – z 8,45% do 22,74% PKB, jednak ich udział w całkowitych nakładach spółek giełdowych był niewielki, poniżej 5%, mimo że stanowiły one ok. 50% notowanych przedsiębiorstw (w większości były to małe i średnie podmioty w przeciwieństwie do dużych państwowych), stąd wpływ rynku akcji dotyczył przede wszystkim sektora spółek państwowych. Zob. N. Geng, P. N'Diaye, op. cit., s. 5.

prezentowanych ujęciach wydatki na kapitał fizyczny najsilniej zwiększyły się w 2009 r. – był to rok, w którym nastąpiła wyraźna poprawa sytuacji na rynku akcji po załamaniu w 2008 r. (w zakresie rozmiarów i obrotów), co oznacza, że była ona jednym z czynników mających dodatni wpływ na aktywność inwestycyjną<sup>695</sup>.

Wskaźnik potencjalnego udziału środków zgromadzonych przez przedsiębiorstwa w drodze emisji akcji w łącznych nakładach brutto wyniósł w latach 2002-2011 średnio 4,02% rocznie, najwięcej w okresie 2006-2007 oraz w 2010 r., czyli w czasie IPO wielkich instytucji finansowych<sup>696</sup>. Pozyskiwanie środków poprzez chiński rynek akcji mogłoby wydawać się więc mieć dość niewielki wpływ na łączną aktywność inwestycyjną (mniejszy niż w Indiach i Brazylii), lecz inna jest skala odniesienia – względne nakłady brutto w Chinach były zdecydowanie większe, jedne z najwyższych na świecie. Ponadto, nawet w trakcie pogorszenia koniunktury giełdowej spółki przeprowadzały skutecznie emisje akcji; ze względu na wysoki popyt na instrumenty finansowe ze stopą zwrotu wyższą niż depozyty realizacja tych zamierzeń była ułatwiona. Wśród spółek giełdowych niemal nie przeprowadzano sprzedaży pakietów większościowych, więc rynek akcji nie wpływał istotnie na napływ kapitału zagranicznego w formie BIZ. Z powodu barier w dostępie do rynku wartość inwestycji portfelowych była relatywnie niska (tylko w 2006 r. przekroczyła 1% PKB), utrzymywała się jednak na poziomie dodatnim nawet w latach spadku względnych oszczędności brutto, dzięki czemu zwiększała się podaż kapitału.

Produktywność kapitału fizycznego w Chinach obniżyła się w opisywanym okresie z 0,46 jednostki PKB na jednostkę średniorocznego zasobu kapitału do 0,40 jednostki (zob. rys. 5.23). Obniżenie efektywności alokacji kapitału oznaczało, że w Chinach skutki m.in. lepszego wykorzystania nowych technologii były słabsze niż te wynikające z malejącej krańcowej produktywności kapitału oraz błędnych decyzji inwestycyjnych podmiotów państwowych. W gospodarce chińskiej w badanym okresie można wyróżnić dwa sektory, z odmienną efektywnością alokacji – prywatny, którego nakłady na coraz nowocześniejsze aktywa trwale rosły, a decyzje były podejmowane na podstawie rachunku ekonomicznego, korzystający przede wszystkim z wewnętrznych źródeł finansowania, oraz publiczny, w którym przedsiębiorstwa wydawały nieefektywnie środki pochodzące z uzyskanego bez

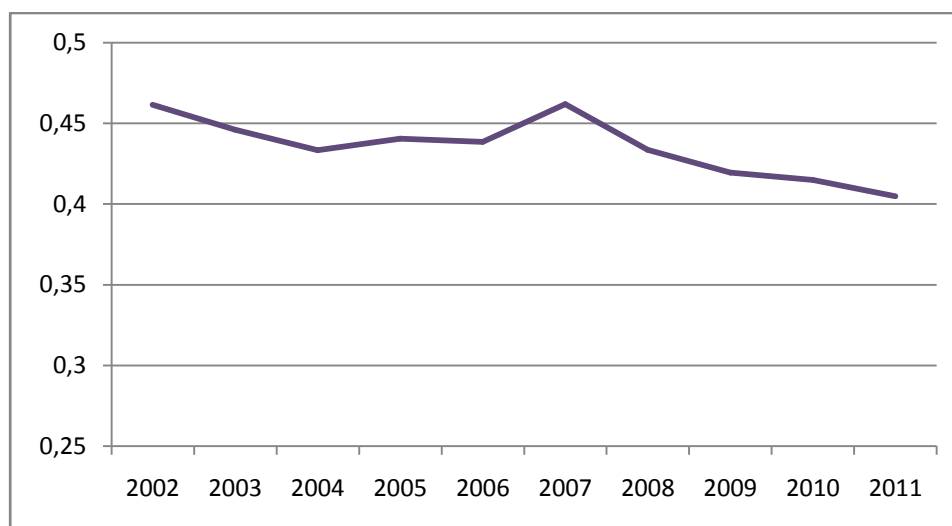
---

<sup>695</sup>Główną przyczyną było uruchomienie programu stymulacyjnego przez rząd chiński, ale należy pamiętać, że część działań zostało zleconych notowanemu przedsiębiorstwu państwowemu, które finansowały je poprzez rynek kapitałowy lub też pozyskiwały na nim środki na zwiększanie mocy produkcyjnych.

<sup>696</sup>Oznacza to, że w rzeczywistości bezpośredni udział w nakładach mógł być niższy – środki pozyskane na rynku akcji wydawane były również na inne cele np. banki państwowe wykorzystywały je do wzmocnienia wyposażenia kapitałowego, aby móc dalej rozwijać akcję kredytową. W ten pośredni sposób fundusze z emisji poprzez kredyty dla przedsiębiorstw państwowych, czyli priorytetowej grupy docelowej banków, były w pewnej części także wykorzystywane do finansowania inwestycji m.in. w aktywa trwale.

większych ograniczeń finansowania zewnętrznego. Cały system finansowy, nie tylko rynek akcji (opisane w poprzednim punkcie zaburzenia realizacji funkcji wyceny), miał więc negatywny wpływ na gospodarkę poprzez drugi kanał transmisji; skutki nietrafionych inwestycji i spadek produktywności stały się szczególnie widoczne po 2007 r., gdy wykorzystywane były środki pozyskane w trakcie wzrostu aktywności przedsiębiorstw w zakresie emisji akcji i zaciągania kredytów bankowych<sup>697</sup>.

**Rys. 5.23. Chiny: produktywność kapitału w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI i WEF.

### 5.5.3. Rola rynku akcji w procesie wzrostu

Tempo wzrostu gospodarczego i łączne zmiany jego poziomu w Chinach przez cały badany okres należały do najwyższych na świecie; w żadnym kraju nie udało się utrzymać takiej dynamiki w równie długim przedziale czasu. Do oceny procesu wzrostu gospodarczego zastosowane zostaną wskaźniki oparte na PKB w przeliczeniu na 1 mieszkańca kraju (tabela 5.31), przy czym ze względu na wpływ inflacji (niezbyt wysoki, gdyż ceny są kontrolowane przez władze; średnia stopa inflacji wyniosła ok. 4%) oraz polityki kursowej (manipulacje kursem waluty) bardziej wiarygodne są dane zgodnie z PPP.

Średnie roczne tempo wzrostu PKB w cenach bieżących wynosiło w ujęciu rocznym przeciętnie 18,17%<sup>698</sup>, a według PPP 10,72% (zob. rys. 5.24)<sup>699</sup>. Gospodarka chińska

<sup>697</sup>O tym, że także sektor bankowy miał negatywny wpływ świadczą szacunki agencji Fitch, zgodnie z którymi od 2005 do 2008 r. każde 1 RMB kredytu bankowego prowadziło do wzrostu PKB o 0,71 RMB, a w latach 2009-2012 o zaledwie 0,3. Zob. <http://english.caixin.com/2013-06-20/100543805.html>, data dostępu: 2.08.2013.

<sup>698</sup>Warto zauważyć, że w 2008 oraz 2011 r. tempo wzrostu zgodnie z PPP należało do najniższych w całym okresie – przyczyną wysokiej zmiany PKB w cenach bieżących było dopuszczenie przez władze monetarne do umocnienia waluty (m.in. pod wpływem nacisków ze strony borykających się z kryzysem KWR, starających się w ten sposób zmniejszyć konkurencyjność towarów chińskich; zob. rys. 5.24)



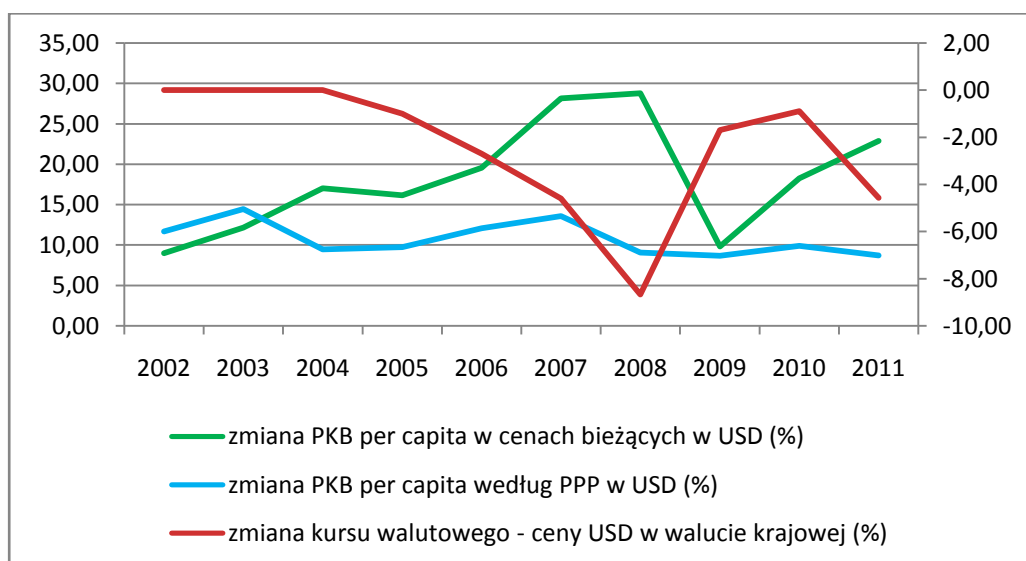
rozwijała się najszybciej w latach 2002-2003 (pozytywne konsekwencje akcesji do WTO) oraz 2006-2007 (nadwyżka eksportowa w handlu z KWR, które znajdowały się w szczytowych fazach cyklu koniunkturalnego i zgłaszały wysoki popyt na wyroby z Chin). Od 2008 r. stopa wzrostu PKB wyraźnie spadła, ale na podstawie wartości tego wskaźnika trudno zauważyć w Chinach negatywne skutki zaburzeń w globalnej gospodarce.

**Tabela 5.31. PKB per capita w Chinach w latach 2002-2011**

	PKB per capita w cenach bieżących (USD)	PKB per capita według PPP (USD)	zmiana PKB per capita w cenach bieżących w USD (%)	zmiana PKB per capita według PPP w USD (%)
<b>2002</b>	1135	3903	9,01	11,66
<b>2003</b>	1274	4467	12,17	14,43
<b>2004</b>	1490	4889	17,02	9,45
<b>2005</b>	1731	5366	16,15	9,75
<b>2006</b>	2069	6012	19,54	12,05
<b>2007</b>	2651	6828	28,12	13,57
<b>2008</b>	3414	7447	28,75	9,06
<b>2009</b>	3749	8093	9,83	8,68
<b>2010</b>	4433	8894	18,25	9,90
<b>2011</b>	5447	9668	22,87	8,70

Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

**Rys. 5.24. Chiny: tempo wzrostu gospodarczego i kurs walutowy w latach 2002-2011**



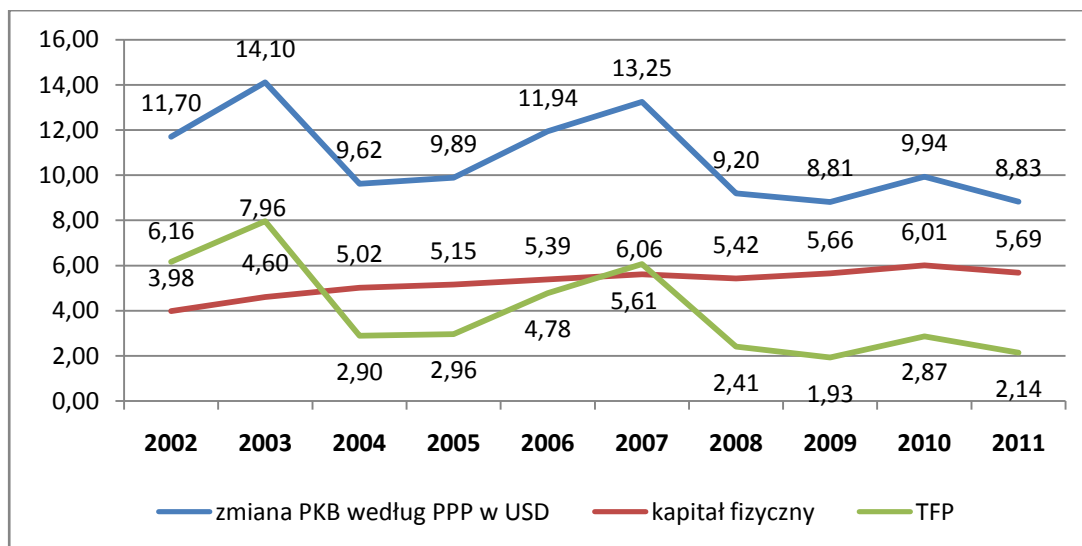
Źródło: Opracowanie własne na podst. TED; WDI.

Wybrane wyniki rachunku wzrostu gospodarczego dla Chin w badanym okresie przedstawione zostały na rys. 5.25. Dwoma najważniejszymi źródłami przyrostu PKB (w ujęciu absolutnym) były wzrost podaży kapitału fizycznego oraz produktywności czynników produkcji (pozytywne oddziaływanie m.in. zmian technologicznych) – w latach 2002-2011 ich udział w łącznej procentowej zmianie PKB nie spadał poniżej 80%; znaczenie

<sup>699</sup> Oznaczało to utrzymanie tempa wzrostu z dekady poprzedzającej opisywany okres, kiedy wynosiło ok. 9,5%.

pozostałych czynników było minimalne. Początkowo, w latach 2002-2003, TFP miało zdecydowanie silniejszy wpływ na proces wzrostu, ale w kolejnych, poza okresem 2006-2007, najważniejszym źródłem stały się nakłady na aktywa trwałe. Wyniki te potwierdzają, że chiński wzrost oparty był przede wszystkim na inwestycjach, w znacznej mierze sterowanych przez władze (w badanym okresie generowały średnio połowę rocznej zmiany PKB).

**Rys. 5.25. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Chinach w latach 2002-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podst. M. Bukowski, I. Magda, Ł. Marć, J. Zawistowski, op. cit., s. 8-12; TED; WDI.

Ocena oddziaływania rynku akcji na gospodarkę w kontekście przedstawionej powyżej dekompozycji oraz wyników poprzednich faz badania jest niejednoznaczna. Z jednej strony, centralna rola kapitału fizycznego w generowaniu wzrostu gospodarczego w Chinach oraz miejsce rynku akcji w gospodarce jako jednego ze źródeł finansowania przedsiębiorstw świadczą o tym, że ta część systemu finansowego miała pewien pozytywny wpływ (mimo że udział emisji akcji w nakładach inwestycyjnych był minimalny, zaobserwować można było inne korzystne oddziaływania, przejawiające się wzrostem relatywnych nakładów brutto). Z drugiej zaś strony, zauważalny jest także zbliżony przebieg procesów w zakresie funkcji wyceny i alokacji oraz produktywności kapitału fizycznego i TFP. Najsilniejszy, negatywny wpływ rynku akcji wydaje się być widoczny od 2008 r., kiedy to przedsiębiorstwa państwowe realizowały inwestycje z wykorzystaniem m.in. środków pozyskanych w trakcie narastania bańki spekulacyjnej na rynku akcji – przedsięwzięcia te poprzez wzrost podaży usług kapitału przyczyniły się wprawdzie do wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, ale cechowały się niską efektywnością (pewne przesunięcie w czasie pomiędzy szczytem okresu spekulacji a pojawieniem się negatywnych skutków w zakresie produktywności wynika z długości procesu inwestycyjnego).

#### 5.5.4. Rynek akcji a sektor bankowy

Tabela 5.32. Chiny: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011

	kredyty pozostające do spłaty (%PKB)	kredyty udzielone netto (%PKB)	kredyty udzielone netto/nakłady brutto(%)
2002	99,69	19,87	54,80
2003	106,68	18,36	46,62
2004	101,32	10,69	26,25
2005	93,51	5,92	14,75
2006	92,99	13,04	32,07
2007	90,27	14,60	37,33
2008	87,09	10,68	26,19
2009	107,67	27,44	59,71
2010	109,13	17,71	38,74
2011	106,64	14,02	30,83

Źródło: Opracowanie własne na podst. BIS; WDI.

Porównując dane dotyczące sektora bankowego w części korporacyjnej (finansowanie działalności przedsiębiorstw, niezależnie od struktury właścicielskiej, poprzez udzielone kredyty) z wielkością rynku akcji (kapitalizacja spółek) należy stwierdzić, że (poza 2007 r.) pierwszy z wymienionych segmentów finansowych charakteryzował się większymi rozmiarami oraz wyższą stabilnością. Różnice były szczególnie widoczne do 2004 r. oraz po 2009 r., gdy kapitalizacja zaczęła się obniżać, a względna wartość kredytów dla przedsiębiorstw osiągnęła najwyższe poziomy (w okresie, za który dostępne są dane statystyczne). Wartość kredytów korporacyjnych w stosunku do PKB należy w Chinach do najwyższych na świecie (poza KWR z rozbudowanymi, a niekiedy wręcz zbyt dużymi wobec rozmiarów gospodarek, systemami finansowymi). Również pozycja tego źródła funduszy w strukturze finansowania przedsiębiorstw (dotyczy to głównie podmiotów należących do państwa) jest bardzo silna w porównaniu z innymi krajami, co spowodowane jest szeregiem przyczyn, m.in. łatwym dostępem do niskooprocentowanych kredytów (przyznawanych na podstawie decyzji politycznych; dopiero pod koniec badanego okresu zaczęto zwiększać wymagania dotyczące np. zabezpieczeń kredytów, wcześniej były one niewielkie) oraz niską zyskownością utrudniającą tego typu podmiotom finansowanie inwestycji z własnych środków<sup>700</sup>. Zdecydowaną przewagę sektora bankowego nad rynkiem akcji w dostarczaniu kapitału, w tym na inwestycje w aktywa trwałe, ukazują także statystyki dotyczące potencjalnego udziału w nakładach brutto – średnio w latach 2002-2011 wskaźnik dla kredytów bankowych wyniósł 36,7%, a dla emisji akcji 4,0%.

<sup>700</sup>Z. Monan, *China's Hidden Debt Risk*, "Project Syndicate", March 20, 2013.

### 5.5.5. Rynek akcji a wybrane aspekty rozwoju gospodarczego

Tabela 5.33 zawiera wartości wskaźnika poziomu i tempa rozwoju, HDI, jak również wielkości zmiennych koniecznych do jego obliczenia wraz z stopą bezrobocia (za okres 2002-2010). Wartość wskaźnika rozwoju społecznego wzrosła wyraźnie – z poziomu 0,450 do 0,519 tj. o ok. 13,4%; najszybsze tempo zmian poziomu rozwoju gospodarczo-społecznego notowano w Chinach do 2007 r., potem zaś uległo ono spowolnieniu. Tak jak w innych krajach BRIC głównym źródłem zmian HDI był wzrost gospodarczy ujmowany w obliczeniach za pomocą PNB per capita (zgodnie z PPP). Zwiększyła się również wartość wskaźników służących do pomiaru przemian w wymiarze edukacyjnym, co potwierdza, że prowadzona od kilkunastu lat polityka upowszechnienia dostępu do systemu oświaty (m.in. w celu zwiększenia możliwości adaptacji nowych technologii i zmiany profilu eksportu) była skuteczna. Wzrosła także średnia długość życia (o 2,3%), co związane było jednak w niewielkim stopniu ze zwiększonymi wydatkami rządowymi, a ze wzrostem dochodów ludności i ograniczeniem problemu niedożywienia.

**Tabela 5.33. Wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego dla Chin (lata 2002-2010)**

	<b>HDI</b>	<b>średni czas trwania edukacji (lata)</b>	<b>oczekiwany czas trwania edukacji (lata)</b>	<b>średnia długość życia (lata)</b>	<b>PNB per capita według PPP (USD)</b>	<b>stopa bezrobocia (%)</b>
<b>2002</b>	0,585	6,78	10,04	71,87	3326	4,00
<b>2003</b>	0,596	6,87	10,35	72,13	3657	4,30
<b>2004</b>	0,606	6,96	10,53	72,35	4014	4,20
<b>2005</b>	0,616	7,05	10,72	72,56	4434	4,20
<b>2006</b>	0,627	7,15	10,90	72,74	4926	4,10
<b>2007</b>	0,639	7,25	11,16	72,92	5548	4,00
<b>2008</b>	0,648	7,35	11,38	73,10	6014	4,20
<b>2009</b>	0,655	7,45	11,38	73,28	6584	4,30
<b>2010</b>	0,663	7,55	11,38	73,47	7258	4,10

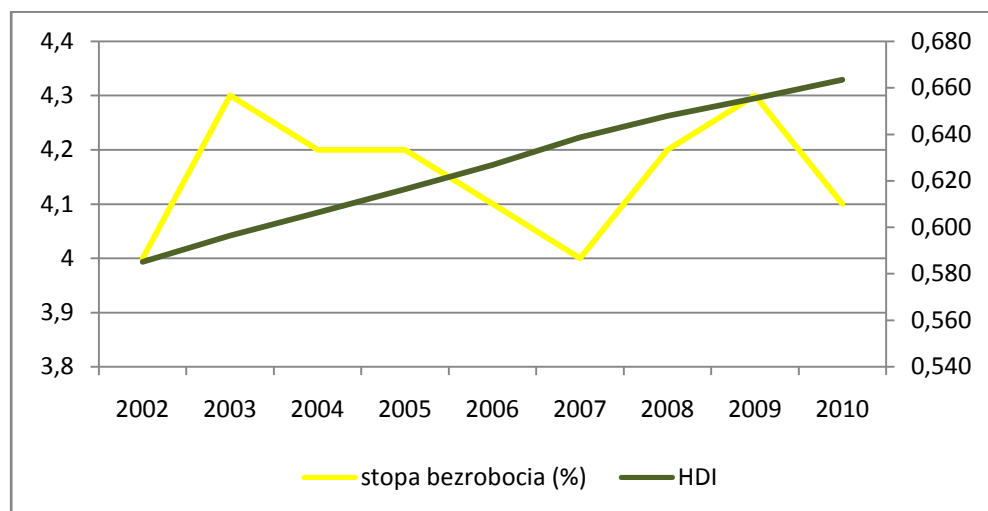
Źródło: Opracowanie własne na podst. HDR, WDI.

Stopa bezrobocia w okresie 2002-2010 kształtowała się w Chinach w przedziale 4-4,3% (zob. rys. 5.26)<sup>701</sup>. Obniżyła się do dolnej granicy tego przedziału w latach 2005-2007, czyli w czasie najszybszego wzrostu PKB. Później kształtowała się w sposób zbliżony do zmian PKB (lecz w odwrotnym kierunku). Można więc stwierdzić, że rozwój rynku akcji poprzez pierwszy kanał transmisji (zwiększanie podaży kapitału fizycznego, czyli głównej składowej wzrostu PKB) wywierał pozytywny wpływ na poziom zatrudnienia; należy jednak podkreślić,

<sup>701</sup>Są to dane oficjalne, uważane za zaniżone (nie obejmują m.in. obszarów wiejskich i migrantów); rzeczywista stopa bezrobocia w ocenie CIA zbliżona była w badanym okresie do 6%, według innych szacunków w 2009 r. wzrosła nie do nieco ponad 4%, a nawet do 19-33%. Zob. [www.forbes.com/sites/kenrapoza/2013/06/28/in-china-full-employment-no-more/](http://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2013/06/28/in-china-full-employment-no-more/), data dostępu: 5.08.2013; [www.businessinsider.com/chinas-unemployment-rate-useless-2012-10](http://www.businessinsider.com/chinas-unemployment-rate-useless-2012-10), data dostępu: 5.08.2013.

że oddziaływał negatywnie na produktywność czynników produkcji, stosunkowo najslabiej do 2005 r.

**Rys. 5.26. HDI i stopa bezrobocia w Chinach w latach 2002-2010**



Źródło: Opracowanie własne na podst. WDI.

Pierwsza sfera oddziaływania na inne niż stricte ilościowe wymiary rozwoju związana jest z funkcją mobilizacyjną, która jak wskazano, była podstawowym elementem pozytywnego wpływu na dynamikę wzrostu gospodarczego. Konsekwencje modelu wzrostu opartego na inwestycjach i przemyśle są trudne do oceny. Z jednej strony, bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego zostało osiągnięte (analizując przyczyny bezpośrednie) przede wszystkim wskutek zwiększenia podaży aktywów trwałych, bez niego zmiany w zakresie PKB per capita (mające istotne przełożenie na poziom życia ludności) byłyby zapewne zdecydowanie niższe (nastąpił także kilkuprocentowy spadek odsetka ludności żyjącej poniżej progu ubóstwa). Realizacja powyższej strategii doprowadziła jednak do szeregu negatywnych procesów i zjawisk, z których najważniejszym było rosnące niezadowolenie społeczeństwa w związku z słabo rozwiniętym sektorem usług oraz nastawieniem produkcji na rynki zagraniczne (stopniowo zmieniającym), co uniemożliwiało zaspokojenie części zgłaszanego popytu; innym problemem była degradacja środowiska naturalnego.

Chiński rynek akcji spełniał funkcję gospodarczo-polityczną, choć w odmienny sposób niż w pozostałych krajach BRIC (prywatyzacja poprzez giełdę była przeprowadzana w Chinach na niewielką skalę). Wpływ państwa na rynek akcji i jego konsekwencje dla rozwoju gospodarczo-społecznego można podzielić na dwie sfery – podmiotów przeprowadzających emisję oraz przeznaczenia pozyskanych środków.

Głównym kryterium dopuszczenia do rynku akcji nie było spełnianie podstawowych wymogów dotyczących m.in. sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, lecz zgodność celów

emisji ze strategią władz, dlatego też akcje emitowane były przede wszystkim przez przedsiębiorstwa państwowe, zaś dostęp dla podmiotów prywatnych pozostawał ograniczony (zwiększył się dopiero wraz z otwieraniem dodatkowych platform obrotów; alternatywą była także sprzedaż akcji na giełdzie w Hong Kongu za zgodą CSRC). W ten sposób rynek akcji, tak jak sektor bankowy, przyczyniał się do wzmocnienia sektora państwowego; podmioty prywatne, niemające dostatecznych własnych funduszy na prowadzenie i rozwijanie działalności, szukały alternatywnych źródeł finansowania np. w szarej strefy instytucji kredytowych. Rynek akcji w tym aspekcie był więc jednym z czynników ograniczających rozwój przedsiębiorczości i możliwości prowadzenia działalności gospodarczej (mimo tego sektor prywatny był największą częścią gospodarki pod względem udziału w PKB).

Jeszcze istotniejszym aspektem było wykorzystanie funduszy zgromadzonych poprzez rynek akcji. Od początku lat 90. XX w. funkcjonowanie rynku akcji służyło jednemu celowi, ujawnionemu nawet w oficjalnych wystąpieniach polityków KPCh, którym było „wspieranie reformy dużych i średnich przedsiębiorstw państwowych”; termin „reformy” oznaczał pokrycie niedoborów kapitału, nie zaś głębsze przemiany<sup>702</sup>. Środki pozyskane przez przedsiębiorstwa państwowe były, patrząc całościowo, wykorzystywane nieefektywnie w ujęciu związanym z produktywnością kapitału, jednak warto także rozważyć kierunki ich wydawania w kontekście pozailościowych aspektów rozwoju. Rynek akcji umożliwiał finansowanie inwestycji infrastrukturalnych np. transportowych oraz spółek energetycznych, co wpływało na jakość życia ludności. Ponadto, emisje akcji banków państwowych poprawiały ich adekwatność kapitałową, umożliwiając rozwijanie działalności. Choć aktywność kredytowa była nastawiona przede wszystkim na zaspokojenie potrzeb sektora państwowego, rósł udział kredytów dla gospodarstw domowych (możliwość zwiększenia konsumpcji), nastąpiło także rozszerzenie dostępności i zakresu świadczonych usług oraz poprawa stabilności systemu finansowego (spadający odsetek kredytów zagrożonych).

Z segmentem wtórnym rynku akcji były związane takie wzajemnie powiązane cechy rynku o negatywnych skutkach dla rozwoju całej gospodarki, jak np. niesprawny nadzór giełdowy, fałszowanie dokumentów finansowych, manipulacje w obrocie papierami wartościowymi, zachowania stadne inwestorów i narastanie baniek spekulacyjnych<sup>703</sup>. Na manipulacjach cenami akcji korzystało kilka grup – po pierwsze, spółki państwowe (wyższe wyceny przy emisjach akcji), po drugie, biura maklerskie pośredniczące, a czasami wręcz

---

<sup>702</sup><http://english.caixin.com/2013-06-20/100543805.html>, data dostępu: 2.08.2013.

<sup>703</sup>Część z nich np. fałszowanie dokumentów przy ofertach publicznych dotyczy również rynku pierwotnego, ale na rynku wtórnym ich natężenie i rozpowszechnienie jest zdecydowanie większe.

odpowiedzialne za manipulacje i wreszcie, po trzecie, inwestorzy indywidualni mający dostęp do wiadomości o przestępczych transakcjach, przede wszystkim z elity politycznej i biznesowej kraju. Tracili zaś na nich inwestorzy najmniejsi oraz częściowo zagraniczni instytucjonalni – ze względu na niski udział drugiej grupy miało to dużo mniejsze konsekwencje makroekonomiczne. Rynek akcji tym samym nie tylko obniżał poziom praworządności, ale także przyczyniał się do pogłębienia rozwarstwienia dochodowego i majątkowego – na zmianach na rynku akcji (nie rozwoju, gdyż oznaczały one w gruncie rzeczy spadek poziomu rozwoju) w tym aspekcie korzystały jedynie pewne grupy ludności.

Wpływ rozwoju rynku akcji na zmiany jakościowe, w tym instytucjonalne, w gospodarce wykracza poza negatywne oddziaływanie manipulacji i braku dostatecznie skutecznego nadzoru. W omawianym okresie przyspieszyły procesy dotyczące ochrony praw własności prywatnej, wcześniej właściwie nieistniejącej. Mimo reform gospodarczych trwających już od ponad dwudziestu lat dopiero w latach 2001-2003 akcjonariusze zyskali sądowe możliwości dochodzenia swoich praw – jako że większościami akcjonariuszem było i nadal jest najczęściej państwo, dotyczyło to inwestorów prywatnych. Zmiany wprowadzone w 2007 r. dalej wzmocniły ich pozycję. Choć w obszarze ochrony praw udziałowców mniejszościowych i ładu korporacyjnego Chiny nadal pozostają zacofane, to widoczne są przejawy przynajmniej teoretycznie coraz większych szans egzekwowania swoich praw. W kraju totalitarnym już sama możliwość wystąpienia do państwowego sądu przeciw państwowemu kierownictwu spółki oraz uzyskanie dokumentów finansowych przedsiębiorstw (do czego władze spółek są zobowiązane) sprawia, że pomimo wymienionych zastrzeżeń, rynek akcji miał nieznacznie pozytywny wpływ na jakość instytucji gospodarki chińskiej.

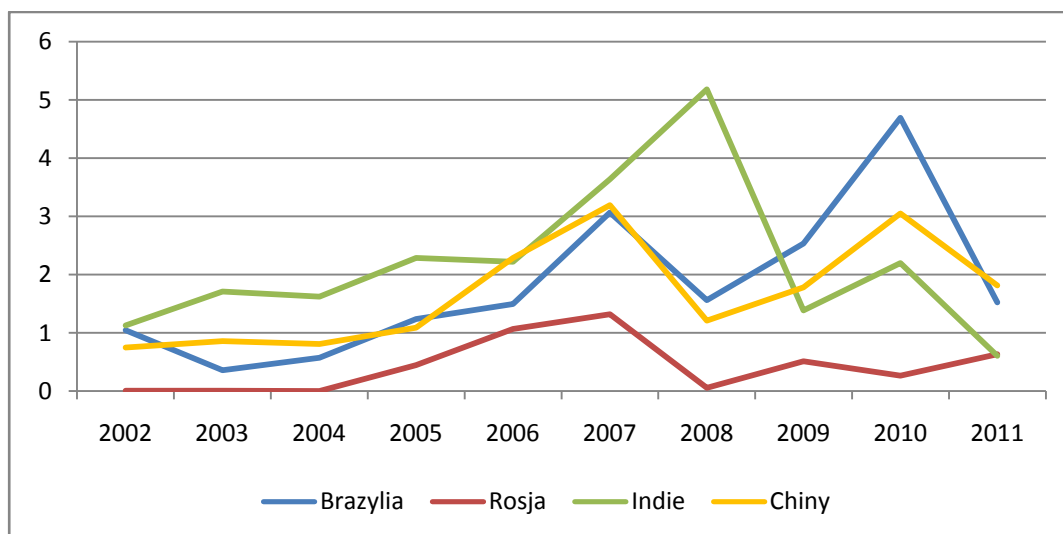
## **5.6. Podsumowanie i porównanie wyników badania dla krajów BRIC**

Ostatni etap badania obejmuje zestawienie podobieństw i różnic w zakresie wniosków dotyczących analizowanych zależności – będzie on przede wszystkim podsumowaniem dotychczasowej analizy wraz z próbą określenia przyczyn zaobserwowanych podobieństw i różnic. Ze względu na znaczny stopień heterogeniczności systemów gospodarczych krajów zaliczanych do grupy BRIC, zasadność stosowania tej kategorii bywa kwestionowana. Na podstawie wyników tej części badania można określić, czy omawiane zależności miały stosunkowo zbliżony charakter, a więc czy mogły być argumentem na rzecz wyodrębnienia

krajów BRIC z całości KSR. Dodatkowym elementem będzie analiza możliwej zmiany siły i kierunku oddziaływań w wyniku globalnego kryzysu finansowego 2008 r.<sup>704</sup> Podsumowanie zostanie przeprowadzone w kolejności identycznej z etapami dla pojedynczych krajów.

Funkcja mobilizacyjna rynku akcji wypełniana jest poprzez mechanizmy rynku pierwotnego i wtórnego, przy czym znaczenie pierwszego dla sfery realnej gospodarki jest większe. Do oceny roli segmentu wtórnego zastosowano wskaźniki relatywnej kapitalizacji i liczby notowanych spółek. Pierwszy z nich zmieniał się w zbliżony sposób we wszystkich czterech państwach, zwiększając się do 2007 r., by następnie gwałtownie spaść w 2008 r. – w roku tym nastąpiło załamanie kursów na niemal wszystkich światowych giełdach; w kolejnych latach wzrósł, ale znajdował się na niższym poziomie niż tuż przed globalnym kryzysem finansowym. Biorąc pod uwagę analizowane czynniki, funkcja mobilizacyjna rynku wtórnego wypełniana była w najwyższym stopniu w Chinach, następnie w Brazylii i Indiach, a w najmniejszym w Rosji, gdzie rozmiary rynku (mimo 2. miejsca pod względem relatywnej liczby notowanych spółek w ujęciu bazowym) obliczone z uwzględnieniem *free float* były zdecydowanie najniższe.

**Rys. 5.27. Relatywna emisja akcji w krajach BRIC w latach 2002-2011 (%PKB)**



Źródło: Opracowanie własne.

Przy określaniu zakresu realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku pierwotnego zastosowano dane dotyczące wielkości emisji, w tym IPO, oraz struktury spółek, które je przeprowadzały. Do 2007 r. we wszystkich krajach BRIC wartość emisji akcji w stosunku do PKB rosła (zob. rys. 5.27) – w całej grupie funkcja mobilizacyjna rynku akcji wypełniania była w coraz szerszym zakresie. W 2008 r. wartość emisji nie spadła jedynie w Indiach, gdzie

<sup>704</sup>Skutki kryzysu zadłużeniowego strefy euro widoczne były jedynie w 2011 r., były również w dużej mierze pochodną wydarzeń wcześniejszych o kilka lat, stąd zostaną pominięte.



była najwyższa w historii. W kolejnych latach silnie wzrosła w Brazylii, do niemal 5% PKB w 2010 r., ale w 2011 r. poważnie się obniżyła, podobnie jak w innych krajach (poza Rosją). O różnicach w zakresie wypełniania funkcji mobilizacji rynku pierwotnego świadczą dane dotyczące średnich wartości w badanym okresie – najwyższą odnotowano w Indiach (2,19%), potem w Brazylii (1,81%), nieco mniejszą w Chinach (1,68%, co ze względu na wielkość gospodarki oznaczało największą wartość bezwzględną), a najniższą w Rosji (0,43%).

Skutki zaburzeń na globalnych rynkach finansowych od 2008 r. były w aspekcie funkcji mobilizacyjnej najsilniejsze w Rosji i w Indiach, gdzie względna emisja akcji spadła do dużo niższego poziomu; w Brazylii wyraźne obniżenie miało miejsce dopiero w 2011 r. (pomijając emisję Petrobrasu spadek nastąpił już w 2010 r.). Niemniej we wszystkich trzech krajach aktywność emisyjna spółek w 2010 r. była stosunkowo wysoka, co oznacza, że skutki kryzysu finansowego w skali świata były na nich mało widoczne. Najmniejsze wahania relatywnej emisji akcji dotyczyły rynku chińskiego, gdzie w dużej mierze to władze decydowały o stopniu wykorzystania tego źródła finansowania; ponadto, ze względu na limity wartości nabywanych papierów wartościowych (na giełdach w Szanghaju i Shenzhen), z popytem przewyższającym podaż, globalne grupy finansowe nadal nabywały emitowane akcje.

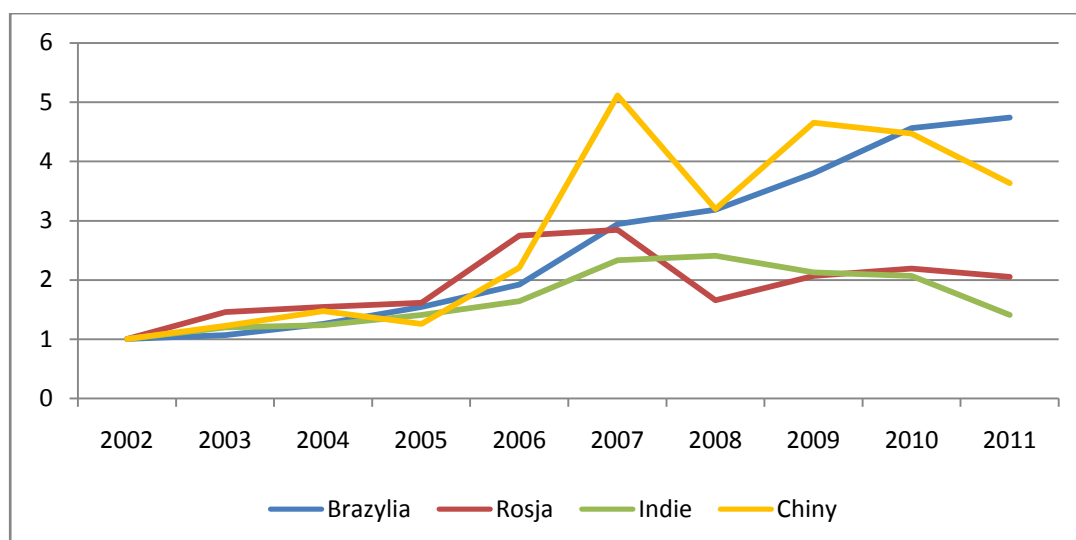
Do 2007 r. względne obroty, określające płynność rynku w podstawowym ujęciu, w krajach BRIC rosły, potem zaś zmieniały się w odmienny sposób – w Chinach i Indiach spadały (w pierwszym z tych krajów dużo silniej), a w Brazylii i Rosji utrzymywały się na zbliżonym poziomie. Do bardziej precyzyjnego określenia poziomu rozwoju w zakresie funkcji alokacyjnej wykorzystano także roczną liczbę transakcji. Stwierdzono, że na rynku brazylijskim nastąpiła wyraźna poprawa płynności (choć pozostaje ona wciąż relatywnie niska), podobnie w Rosji, w Indiach trend wzrostowy utrzymywał do 2009 r., potem nastąpiło pogorszenie – przyczyną były spadki cen akcji i w konsekwencji wycofanie się części inwestorów. W Chinach zmiany miały odmienny przebieg – do 2005 r. płynność pozostawała niska, w latach 2006-2009 (poza 2008 r.) gwałtownie wzrosła, a w ostatniej części badanego okresu silnie spadła (wahania płynności spowodowane były przeważającymi na rynku transakcjami spekulacyjnymi). Zauważyć można, że skutki kryzysu 2008 r. w sferze obrotów były najpoważniejsze w dwóch krajach z najwyższym udziałem inwestorów indywidualnych, co wskazuje na to, że była to grupa uczestników obrotów najwrażliwsza na zmiany kursów.

Funkcja wyceny wypełniania była przez rynek akcji w Brazylii w dość niskim stopniu (nie pojawiały się jednak poważne zaburzenia mechanizmów wartościowania, co potwierdza efektywność wysoko ocenianego brazylijskiego nadzoru giełdowego oraz pozytywną rolę

inwestorów instytucjonalnych). W Indiach również stopień realizacji był niski, ale w przeciwieństwie do Brazylii w omawianym okresie spadał (wskazując na niską aktywność inwestorów w stosunku do wartości dostępnych akcji). Najniekorzystniej pod względem dynamiki i poziomu rozwoju w tym aspekcie wypadły rynek rosyjski i chiński, gdzie w większej części okresu dochodziło do poważnych zniekształceń informacji dotyczących wyceny akcji pochodzących z giełd – w obu przypadkach można to powiązać ze słabością nadzoru oraz nadmierną aktywnością pewnych grup inwestorów (w Chinach detalicznych, w Rosji zagranicznych).

Jeżeli chodzi o zmiany od 2008 r., to wydaje się, że w najmniejszym stopniu kryzys finansowy wpłynął na funkcję wartościującą w Brazylii, w Indiach po 2009 r. nastąpił spadek współczynnika obrotu, zaś w Rosji wzrost (jednak z jeszcze poważniejszymi negatywnymi konsekwencjami, gdyż wielkość obrotów stała się niewspółmiernie wysoka w stosunku do wartości dostępnych akcji); podobne problemy dotyczyły, zwłaszcza w 2009 r., Chin, gdzie jednak paradoksalnie spadek kapitalizacji i płynności w latach 2010-2011 przyczynił się do poprawy funkcjonowania mechanizmów wyceny poprzez wycofanie się części inwestorów krótkoterminowych.

**Rys. 5.28. WRRRA w krajach BRIC w latach 2002-2011 (2002 = 1)**



Źródło: Opracowanie własne .

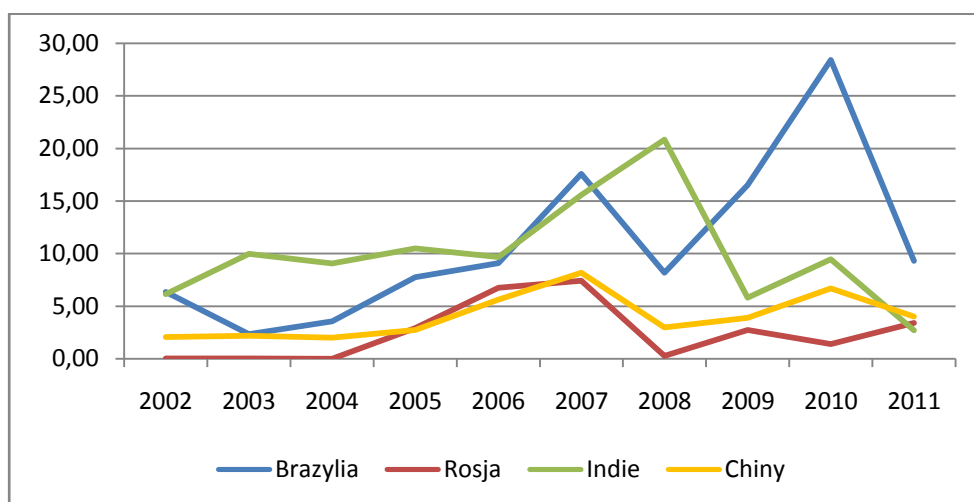
Połączeniem wspomnianych mierników jest całościowy wskaźnik – WRRRA, którego wartości dla poszczególnych kraj służyć do oceny dynamiki wymiernych aspektów rozwoju (zob. rys. 5.28)<sup>705</sup>. Przez większość okresu w najszybszym tempie rynek akcji rozwijał się w Chinach, w zbliżonym w Brazylii (to ten drugi jednak łącznie bardziej zwiększył zaawansowanie w stosunku do roku wyjściowego; rozwinął się także zdecydowanie silniej w

<sup>705</sup>Nie można go wykorzystywać do porównania osiągniętych poziomów rozwoju.

aspekcie jakościowym), wolniej w Rosji i Indiach, przy czym zmiany w pierwszym z wymienionych państw podlegały większym wahaniom, związanymi m.in. z zaburzeniami wyceny.

Drugim etapem badania była ocena oddziaływania rynku akcji na dwa główne kanały transmisji – podaż kapitału oraz efektywność jego wykorzystania (poprzez m.in. zmiany technologiczne). Kluczowym wskaźnikiem w tej fazie był potencjalny udział emisji akcji w finansowaniu nakładów brutto sektora prywatnego na aktywa trwałe (w Brazylii, Rosji i Indiach) lub łącznych nakładów, zsumowanych sektora prywatnego publicznego i prywatnego (w Chinach).

**Rys. 5.29. Potencjalny udział emisji akcji w nakładach brutto w krajach BRIC w latach 2002-2011**

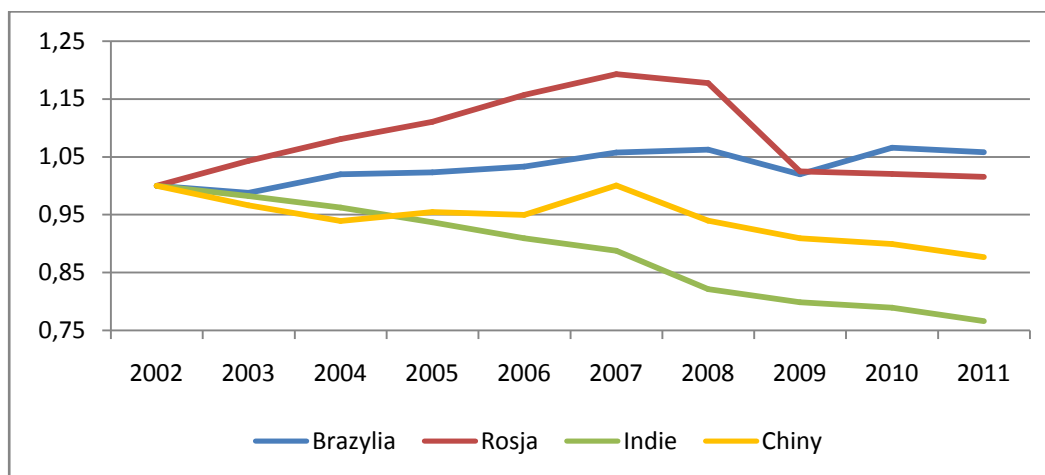


Źródło: Opracowanie własne.

Dynamika zmian potencjalnego udziału emisji akcji w nakładach brutto na kapitał fizyczny jest bardzo zbliżona do opisaną wcześniej dla relatywnej emisji (zob. rys. 5.27 i 5.29). Najwyższą roczną wartość odnotowano w Brazylii w 2010 r. (28,4%). Chociaż wynik ten należy potraktować jako jednorazowy (największa w historii emisja Petrobrasu), to również w innych latach przedsiębiorstwa brazylijskie gromadziły tą drogą istotne fundusze, zajmując przemiennie z Indiami 1. miejsce (w Indiach rekordowa wartość to 20,8% w 2008 r.). Średnio omawiany wskaźnik wynosił w latach 2002-2011 w Brazylii 10,89%, a w Indiach 9,97%. Zupełnie inaczej przedstawiała się rola emisji akcji w gospodarce rosyjskiej (średni udział 2,5%), które do 2004 r. niemal nie były przeprowadzane na krajowych giełdach (zagraniczne pominięto), potem przez kilka lat ich wartość silnie się zwiększyła, ale trend wzrostowy został zatrzymany wskutek kryzysu (m.in. spadek napływu inwestycji portfelowych). W Chinach emisja akcji stanowiła przeciętnie rocznie 4,02% łącznych nakładów, co oznaczało, biorąc pod uwagę bardzo wysokie roczne wydatki inwestycyjne, że

rola rynku akcji w tej sferze była także stosunkowo wysoka (dokładne porównanie z Brazylią i Indiami jest niemożliwe z powodu braku standaryzowanych mierników).

**Rys. 5.30. Produktywność kapitału fizycznego w krajach BRIC w latach 2002-2011 (2002 = 1)**



Źródło: Opracowanie własne.

W latach 2002-2011 produktywność aktywów trwałych zmieniała się w krajach BRIC w odmienny sposób (zob. rys. 5.30) – w Indiach i Chinach spadała, przy czym w Indiach obniżała się przez cały badany okres, a w Chinach przez kilka lat rosła; w obu tych krajach negatywne efekty można powiązać z niskim i obniżającym się stopniem realizacji funkcji wyceny i niekorzystnymi konsekwencjami tego procesu. Wzrost produktywności w Brazylii wynikał w pewnym stopniu (ograniczonym rozmiarami rynku akcji w stosunku do całości gospodarki) z poprawy w zakresie alokacji oraz wyceny – wyniki te potwierdzają zależność pomiędzy poziomem rozwoju rynku akcji w opisanych aspektach oraz efektywnością wykorzystania kapitału. Przykład Rosji, w której do 2007 r. produktywność rosła, a transakcje spekulacyjne nie były jeszcze tak istotnym problemem (w następnych latach trendy się odwróciły), może być także traktowany jako dowód na potwierdzenie słuszności stwierdzeń dotyczących roli rynku akcji, należy jednak wziąć pod uwagę jego minimalne znaczenie gospodarcze, w tym wpływ na sferę realną.

W trzeciej fazie badania przedstawione zostały wyniki analizy najważniejszych trendów wzrostu gospodarczego, mierzonego za pomocą PKB per capita w USD w cenach bieżących oraz według PPP; jako najważniejsze potraktowano ostatnie z wymienionych ujęć. Średnia roczna stopa wzrostu PKB per capita według PPP była najwyższa w Chinach, gdzie wyniosła 10,72%, czyli zdecydowanie więcej niż w drugich pod tym względem Indiach (5,94%). W Rosji była równa przeciętnie 4,89%, a w ostatniej wśród krajów BRIC Brazylii 2,64%. Dane te są dowodem na zauważalne zróżnicowanie dynamiki wzrostu pomiędzy krajami grupy, które jest częściowo wytłumaczalne (przyjmując słuszność hipotez

konwergencji)<sup>706</sup> odmiennymi poziomami PKB per capita na początku okresu i związanego z tym różnego tempa konwergencji z KWR. Zestawiając wskaźniki wzrostu gospodarczego ze zmianami poziomu rozwoju rynku akcji we wszystkich krajach można było zauważyć zbliżony kierunek przemian (przy dużo wyższym ich natężeniu dla rynku akcji) – świadczyć to może o występowaniu w opisywanym okresie wzajemnego oddziaływania pomiędzy tymi dwoma procesami<sup>707</sup>.

Do przeprowadzenia trzeciego etapu badania dotyczącego roli rynku akcji w procesie wzrostu wykonano analizę dekompozycji źródeł wzrostu. Poza Rosją w pozostałych krajach podstawowym źródłem zmian PKB było zwiększanie zasobów kapitału. Co więcej, pomimo pewnych wahań rola tego składnika wzrastała – w 2011 r. we wszystkich trzech stanowił ponad połowę przyrostu PKB. Sytuacja Rosji była całkowicie odmienna – poza latami 2007-2009 podaż kapitału zmniejszała się i stanowiła ujemną składową łącznej zmiany PKB (tj. obniżała wartość wynikającą z zsumowania pozostałych źródeł). W związku z przedstawioną rolą rynku akcji w pozyskiwaniu funduszy, które mogły zostać przeznaczone na inwestycje w kapitał fizyczny, należy stwierdzić, że miał on we wszystkich krajach (poza Rosją) pozytywny wpływ na główny czynnik generujący wzrost. Oddziaływanie na TFP, wynikające przede wszystkim z drugiego kanału transmisji, jest trudne do oceny ze względu na sposób obliczania tej części zmiany PKB. Przez większość badanego okresu TFP w Brazylii było ujemne, w Chinach i Indiach dodatnie, podobnie jak w Rosji, gdzie odnotowano jednak silny spadek w 2009 r. – wyniki te różnią się znacząco od obliczeń dotyczących produktywności kapitału i funkcji alokacji oraz wyceny, stąd należy stwierdzić, że w skali całej gospodarki wpływ rynku akcji na ten aspekt wzrostu był bądź stosunkowo nieistotny, bądź niwelowany przez inne czynniki. Warto odnotować, że rola przyrostu kapitału fizycznego w krajach BRIC po 2008 r. rosła, co pokazuje, że poprzez pierwszy kanał transmisji rynek akcji w pewnej mierze mógł umożliwić zahamowanie spadku tempa wzrostu gospodarczego.

Znaczenie sektora bankowego dla zmian zasobów kapitału trwałego zostało przeanalizowane z wykorzystaniem wskaźnika potencjalnego udziału kredytów bankowych dla przedsiębiorstw netto w nakładach brutto (analogicznie do emisji akcji). We wszystkich czterech państwach udział kredytów bankowych był wyższy niż emisji akcji. Pomijając Chiny, w Rosji przeciętna wartość była najwyższa i wyniosła 33,91% (wobec 2,5% dla rynku akcji), co potwierdza wniosek o zdecydowanie większym znaczeniu gospodarczym sektora

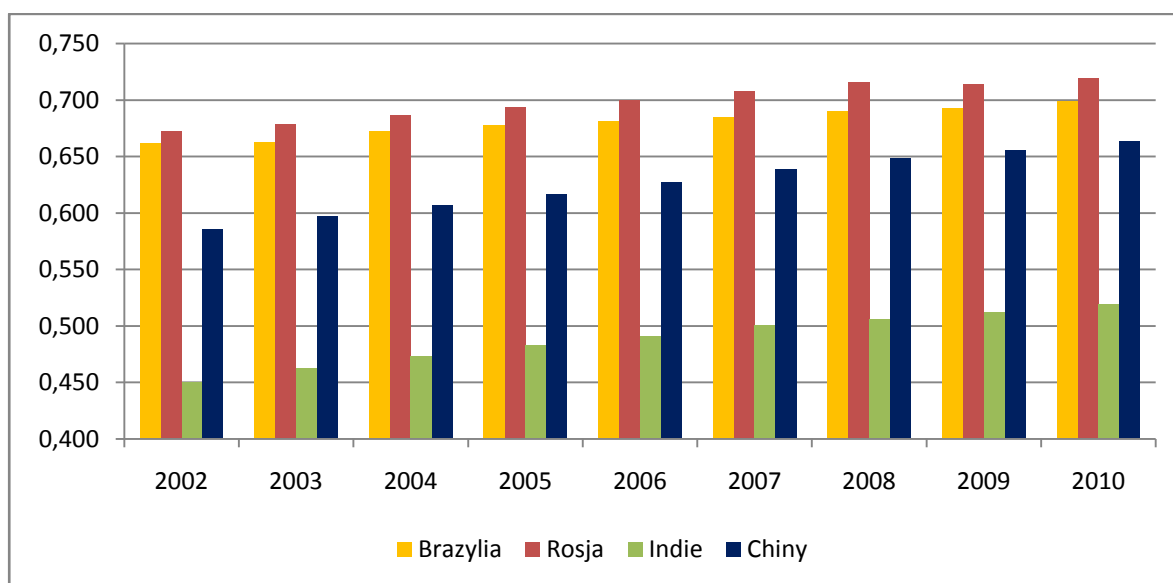
---

<sup>706</sup>L. Balcerowicz, A. Rzońca, op. cit., s. 21.

<sup>707</sup>W badaniu skoncentrowano się na ujęciu podażowym, jednak nie należy wykluczać także oddziaływań w drugim kierunku o różnej sile (efekty popytowe).

bankowego. W Indiach średnia była równa 28,79% (rynek akcji 9,97%), a w Brazylii 24,37% (rynek akcji 10,89%), co oznaczało, że finansowanie poprzez emisję akcji miało w tych dwóch krajach relatywnie największe znaczenie; istotny jest zwłaszcza wynik dla Brazylii, czyli kraju, w którym rynek akcji rozwinął się najbardziej w ujęciu ilościowym i jakościowym, świadczący o dodatniej zależności pomiędzy wypełnianiem funkcji (poziomym rozwojem) rynku akcji a jego rolą w gospodarce. W Chinach, mimo najwyższej wartości emisji akcji w ujęciu bezwzględnym, udział kredytów bankowych był wielokrotnie wyższy – średnia 36,73% wobec 4,02%, a zmiany poziomu rozwoju nie miały niemal żadnego wpływu na zmniejszenie tej dysproporcji.

**Rys. 5.31. Kraje BRIC: wskaźnik HDI w latach 2002-2010**



Źródło: Opracowanie własne.

Ostatnim etapem badania dla pojedynczych krajów BRIC była próba zidentyfikowania i opisanie najważniejszych obszarów oddziaływania pomiędzy rozwojem rynku akcji a rozwojem gospodarczym (i szerzej społecznym), czyli procesem obejmującym głębsze przekształcenia niż wzrost gospodarczy. Jako główny miernik zmian rozwojowych przyjęto HDI (zob. rys. 5.31). Najbardziej rozwiniętymi krajami były w całym badanym okresie Brazylia i Rosja (z niewielką przewagą wartości HDI w Rosji), słabiej Chiny, zaś najmniej Indie (w 2010 r. HDI w Indiach wyniósł 0,519) – dane te ukazują stopień zróżnicowania zaawansowania gospodarczego w grupie BRIC. Należy jednak podkreślić, że najszybciej rozwijały się dwa ostatnie z wymienionych państw (w dużej mierze był to skutek wysokiego przyrostu PNB per capita) i różnice pomiędzy czterema krajami powoli się zmniejszają (przykładowo, w 2002 r. indyjskie HDI stanowiło 68% brazylijskiego, a w 2010 r. 74%). Przy określaniu wspomnianych zależności brano pod uwagę m.in. przeznaczenie środków

pozyskanych z emisji akcji, miejsce rynku akcji w polityce gospodarczej władz, wpływ na świadomość ekonomiczną społeczeństwa, jakość instytucji oraz poziom praworządności.

W Brazylii znaczące fundusze gromadzone z użyciem rynku akcji trafiały do przedsiębiorstw wydobywczych – zwiększone wpływy budżetowe z jednej strony służyły finansowaniu wydatków socjalnych kierowanych do najuboższych warstw ludności, z drugiej zaś prowadziły do narastania rozwarstwienia pomiędzy regionami; wiele środków było marnotrawionych przez skorumpowany aparat administracyjny. Wpływy z tytułu emisji akcji w Rosji ze względu na niską wartość nie miały istotnego znaczenia w skali całej gospodarki. W Indiach środki te trafiały m.in. do spółek energetycznych i finansowych, dzięki czemu w dłuższym okresie mógł się podnieść standard życia ludności poprzez poprawę dostępu do energii elektrycznej i usług bankowych. Kapitał na rynku akcji w Chinach również pozyskiwały głównie przedsiębiorstwa przemysłowe oraz instytucje finansowe, jednak wykorzystanie tych środków nie miało tak pozytywnego wpływu na poziom życia jak w Indiach – przyjęty model gospodarki prowadził do narastania niezadowolenia społecznego z powodu względnego niedorozwoju sektora usług. Zauważyć można, że charakter oddziaływania emisji akcji na standard życia (pozytywny lub negatywny) zależał po pierwsze, od typu dominujących wśród emitentów sektorów, a po drugie, od poziomu praworządności (np. problem marnotrawienia dochodów fiskalnych w Brazylii).

W Brazylii i Rosji bezpośrednia realizacja funkcji gospodarczo-politycznej była mało istotna (występowało zaś oddziaływanie w drugim kierunku, ponieważ państwo było największym akcjonariuszem wielu kluczowych spółek giełdowych np. Petrobrasu w Brazylii, stąd miało wpływ m.in. na decyzje o emisjach akcji). W Indiach rynek akcji wykorzystywany był przez rząd do przeprowadzania prywatyzacji, co miało przełożenie na poziom rozwoju kraju. Pod najściślejszą kontrolą władz znajdował się rynek chiński, który podporządkowany był przede wszystkim zadaniu wzmocnienia sytuacji finansowej i rynkowej przedsiębiorstw państwowych, a tym samym ugruntowaniu roli państwa i systemu totalitarnego z elementami wolnorynkowymi w sferze gospodarczej.

Wśród mechanizmów wpływu rynku akcji na poziom rozwoju wymienia się także możliwe zwiększanie świadomości ekonomicznej, ważne w KSR, w których ogólny poziom wykształcenia ludności jest zazwyczaj niski. Ze względu na stosunkowo duży odsetek inwestorów giełdowych w całości populacji i/lub ich liczbę bezwzględną można wnioskować, że najsilniejsze oddziaływanie występowało w Indiach, słabsze w Brazylii (szeroko opisywane w mediach emisje akcji) i Chinach (mimo dużej liczby rachunków maklerskich barierą jest ograniczony dostęp do wiarygodnych informacji), a niemal zerowe w Rosji

(negatywne postrzeganie inwestycji giełdowych). Niekorzystnie z punktu widzenia poziomu rozwoju można ocenić przewagę najbogatszych grup ludności wśród inwestorów detalicznych, powodującą wzrost nierówności dochodowych (relatywnie najmniejszy wpływ w Indiach oraz Brazylii, a największy w Rosji i Chinach, w Rosji ograniczony jednak wielkością rynku akcji<sup>708</sup>).

Znaczenie rozwoju rynku akcji dla zwiększania jakości instytucjonalnej gospodarki i poziomu praworządności było silnie związane ze skutecznością działania nadzoru giełdowego i rozpowszechnieniem przestrzegania zasad ładu korporacyjnego. Najkorzystniejsze zmiany wprowadzono na rynku brazylijskim (w Indiach w nieco mniejszym stopniu), dzięki czemu ograniczono negatywne zjawiska, takie jak np. łamanie praw udziałowców mniejszościowych, poprawie uległa też sfera instytucjonalna, zwiększono bezpieczeństwo własności gospodarstw domowych (współwłaściciele spółek). Najgorzej pod tym względem wypadały Chiny oraz Rosja (w szczególności drugi kraj, o czym świadczą np. miejsca w światowych rankingach), gdzie prawa akcjonariuszy wciąż były łamane, mimo podejmowanych działań teoretycznie poprawiających otoczenie prawne rynku, a transakcje giełdowe przeprowadzane w nieprzejrzysty sposób, z niekorzyścią dla inwestorów i interesu społecznego. Wyniki finansowe i działania spółek, w tym w zakresie informacji dotyczących legalności ich operacji, nie były ujawniane mimo stosownych wymogów prawnych.

Podsumowując, w wielu aspektach analizowanych zależności kraje BRIC różniły się dość istotnie między sobą. Należy jednak stwierdzić, że, poza Rosją, jednym z głównych składników wzrostu gospodarczego był wzrost podaży kapitału, na który, jak udowodniono, pozytywnie wpływał rozwój rynku akcji. Oddziaływanie na drugi kanał transmisji było niejednoznaczne, ale zauważalna była zależność między realizacją funkcji alokacji i wyceny a produktywnością kapitału (ponownie najmniejszy wpływ odnotowano dla Rosji). W porównaniu z sektorem bankowym rola rynku akcji była względnie największa w Brazylii i Indiach, a najmniejsza w Chinach i Rosji, czyli w krajach borykających się z zacofaniem rynku kapitałowego w wielu aspektach jakościowych. Od podobnych czynników zależała siła i charakter oddziaływania na procesy rozwoju gospodarczo-społecznego, gdyż najliczniejsze efekty dodatnie z punktu widzenia m.in. poziomu życia ludności zaobserwowano dla Brazylii i Indii<sup>709</sup>.

---

<sup>708</sup>W Chinach wśród inwestorów detalicznych przeważają średnio i mało zamożni, jednak zyski osiągają przede wszystkim należący do grup uprzywilejowanych, zwłaszcza politycznie.

<sup>709</sup>Warto odnotować, że więcej pozytywnych skutków zaobserwowano w krajach demokratycznych – Brazylii i Indiach, a mniej w totalitarnych Chinach i Rosji, która w dużym stopniu jest państwem autorytarnym. Jest to



Na początku tego podrozdziału postawiono pytanie dotyczące zasadności używania nazwy kategorii BRIC opartej na występowaniu cech wspólnych systemów gospodarczych tych krajów. Interpretacja wyników badania przedstawiona w niniejszej pracy może służyć, zdaniem autora, za argument na potwierdzenie stosowania wzmiankowanego określenia w odniesieniu do Brazylii, Indii i Chin, jednak włączanie do tego zbioru Rosji wydaje się być wątpliwe (potwierdza to zastrzeżenia części autorów, wspomniane przy okazji opisu klasyfikacji ekonomicznych krajów świata).

---

związane z kwestią wzajemnych zależności pomiędzy jakością instytucji a rolą gospodarczą rynku akcji, która była dotychczas rzadko poruszana w literaturze; może ona stanowić przedmiot dalszych badań.

# ZAKOŃCZENIE

Rola rynku akcji w gospodarce i charakter oddziaływań pomiędzy jego rozwojem a zmianami w sferze realnej były w ostatnich latach przedmiotem licznych opracowań o charakterze teoretycznym i empirycznym. Kwestia znaczenia tej części systemu finansowego w KSR pozostaje jednak wciąż nadal stosunkowo słabo zbadana, mimo umacniającej się pozycji tej kategorii podmiotów globalnej gospodarki, a zwłaszcza największych z nich, czyli krajów BRIC. Choć temat ten podejmowany jest w rosnącej liczbie prac empirycznych, to wciąż brak rozbudowanych rozważań teoretycznych dotyczących opisywanych zależności, uwzględniających specyfikę systemów gospodarczo-społecznych i finansowych tych krajów, zaprezentowaną w rozdziale pierwszym. Niemal wszystkie opracowania teoretyczne oparte są na doświadczeniach dzisiejszych KWR lub są uniwersalne, bez odniesienia do poziomu zaawansowania gospodarczego. Stanowi to istotną przeszkodę w prowadzeniu dostatecznie ugruntowanych w teorii ekonomii badań, niezależnie od przyjętych metod (ilościowych lub jakościowych) i sprawia, że wyniki wielu dotychczas opublikowanych prac, zwłaszcza zawierających wyniki analiz ekonometrycznych, mogą budzić poważne wątpliwości.

W celu uwzględnienia powyższych zastrzeżeń autor przeprowadził analizę najważniejszych aspektów systemów gospodarczych, finansowych oraz rynków akcji w krajach BRIC. Dokonano również porównania głównych zmian w zakresie poziomu rozwoju rynku akcji we wszystkich czterech krajach – ze względu na stosunkowo krótki okres funkcjonowania rynków akcji w obecnej postaci w Chinach i Rosji przeważająca część analizy obejmowała ostatnie lata XX w. i początek XXI w. Należy jednak podkreślić, że nawet w Brazylii i Indiach znaczenie rynku akcji we wcześniejszym okresie było minimalne m.in. ze względu na niewielkie rozmiary.

Jednym z najistotniejszych problemów, utrudniającym realizację celów cząstkowych pracy, okazały się być braki danych źródłowych dotyczących szeregu aspektów funkcjonowania rynków akcji w krajach BRIC. Najmniejszych trudności przysporzyło zgromadzenie informacji o Indiach, gdzie publikowane są w bardzo szerokim zakresie. Także dostępność danych dotyczących Brazylii i (w ostatnich latach) Chin była dość wysoka. Zdecydowanie najtrudniej było pozyskać wiarygodne informacje o rosyjskim rynku akcji (poza podstawowymi), które nie są publikowane nawet w języku rosyjskim. W przeciwieństwie do pozostałych krajów także rosyjski nadzór w minimalnym stopniu

udostępnia informacje o funkcjonowaniu systemu finansowego. Spowodowało to konieczność korzystania z danych szacunkowych, na podstawie obliczeń własnych lub innych autorów. Dodatkowym problemem, odnoszącym się do analizy w rozdziale czwartym oraz różnych etapów badania w rozdziale piątym, była konieczność wykorzystywania danych pochodzących z różnych źródeł, zarówno z poszczególnych krajów, jak i organizacji międzynarodowych, instytucji badawczych oraz korporacji finansowych. Mógł w związku z tym wystąpić brak pełnej spójności niektórych danych, który jednak starano się ograniczyć do minimum, korzystając (jeśli tylko było to możliwe) przy rozważaniach dla wszystkich krajów z tych samych źródeł uznanych za najbardziej wiarygodne.

Innego typu wątpliwości mogły się pojawić w odniesieniu do głównego pytania badawczego, w którym zależności analizowane w pracy określono jako długookresowe. W najważniejszym rozdziale empirycznym, czyli piątym, jako okres badania przyjęto 10 lat – 2002-2011, we wcześniejszym analiza obejmowała szerszy przedział czasu. Choć okres dziesięcioletni może zostać uznany za nieco zbyt krótki by wyciągać wnioski dotyczące wpływu w długiej perspektywie, to pozwala on na rozpatrzenie trendów wykraczających poza krótkookresowe oddziaływania rynku (np. gwałtownych wahań cen akcji), często o charakterze wyłącznie negatywnym. Ponadto, zmiany na rynku kapitałowym przebiegają w dużo szybszym tempie niż w większości obszarów sfery realnej gospodarki, stąd powinny być rozpatrywane w nieco innej perspektywie<sup>710</sup>.

W świetle zawartych w niniejszej pracy analiz literaturowych i rozważań teoretycznych oraz w świetle przeprowadzonych przez autora badań empirycznych można sformułować następujące wnioski:

- Kraje BRIC w ciągu ostatnich kilkunastu lat niezaprzeczalnie wzmocniły swoją pozycję w światowym systemie gospodarczym, w tym finansowym, a także (pod pewnymi względami) w politycznym, przy czym największa zmiana miała miejsce w Chinach, które stały się drugą największą gospodarką globu, a stosunkowo najmniejsza w Rosji, która jednak, obok Brazylii, była najwyżej rozwinięta w ujęciu ilościowym (PKB per capita) oraz jakościowym (poziom rozwoju gospodarczego, mierzonego np. HDI). Mimo wysokiego tempa wzrostu Indie pozostały krajem ze zdecydowanie najniższym poziomem życia ludności.
- Rynki akcji w krajach BRIC rozwijały się w różnym tempie, przy czym różnice dotyczyły wielu aspektów, w tym rozmiarów, płynności, zdolności do zapewniania

---

<sup>710</sup>Również horyzont inwestycyjny większości uczestników rynku nie przekracza kilku lat, o czym świadczy przykładowo określanie obligacji 10-letnich jako długoterminowe.

prawidłowej wyceny kapitału, struktury rynku, otoczenia instytucjonalnego i prawnego. Jednak we wszystkich czterech krajach, przynajmniej w niektórych sferach, poziom rozwoju się zwiększył, o czym świadczą wyniki analizy z rozdziału czwartego oraz oceny całościowych zmian w rozdziale piątym (m.in. na podstawie wartości WRRR). Inny przebieg zmian był spowodowany przede wszystkim różnicami w zakresie przemian w pozostałych sektorach gospodarki, a także, co związane było z sytuacją polityczną tych krajów, z odmiennością działań podejmowanych przez władze. Ważną rolę odgrywały również odmienne rozwiązania prawne oraz kwestia skuteczności w egzekwowaniu przepisów.

- Mimo zaobserwowanych różnic w niektórych aspektach (np. zmiany kursów notowanych papierów wartościowych) dynamika przemian na rynkach akcji była zbliżona, co było widoczne w szczególności podczas kryzysu finansowego od 2008 r. i mogło wskazywać na rosnący stopień integracji z globalnym systemem finansowym.
- Jedną z najważniejszych różnic, wpływającą istotnie na zdolność realizacji funkcji rynku akcji, była odmienna efektywność nadzoru giełdowego oraz stopień zaawansowania innych mechanizmów zapewniających bezpieczeństwo obrotów. Najlepiej pod tym względem wypadła Brazylia, nieco gorzej Indie i Chiny, a najbardziej zacofanym rynkiem był rosyjski, gdzie w największej skali dochodziło do łamania praw akcjonariuszy mniejszościowych, a uchwalane przepisy regulujące zasady działania rynku nie były przestrzegane.
- Innym problemem rynku rosyjskiego był niski odsetek notowanych akcji, które znajdowały się w wolnym obrocie giełdowych, poważnie ograniczający możliwość zawierania transakcji i uzyskiwanie wiarygodnych informacji w zakresie cen aktywów. Na pozostałych rynkach tego typu trudności były obecne w mniejszym stopniu.
- Przy ocenie poziomu rozwoju i znaczenia chińskiego rynku akcji konieczne jest uwzględnienie aktywności podmiotów z ChRL na giełdzie w Hong Kongu, która pod względem zaawansowania oferowanych instrumentów finansowych, systemów handlu i bezpieczeństwa obrotu wyróżnia się na tle giełd w Szanghaju i Shenzhen i jest zaliczana do najwyżej rozwiniętych na świecie.
- O stopniu realizacji funkcji mobilizacyjnej decydował poziom rozwoju zarówno rynku pierwotnego, jak i wtórnego, ale ważniejszy był ten pierwszy. Do 2007 r. we

wszystkich czterech krajach zwiększała się względna wartość emisji akcji, czyli przedsiębiorstwa pozyskiwały w ten sposób coraz większe środki. Kolejne lata przyniosły znaczne wahania, ale jeszcze w 2010 r. aktywność spółek i kupujących na rynku pierwotnym była niemal równie wysoka jak przed 2008 r., co oznaczało, że mimo zaburzeń na światowych rynkach finansowych spółki z krajów BRIC nadal były skłonne i miały możliwość zgromadzenia funduszy w ten sposób. Zdecydowanie w najmniejszym zakresie funkcja mobilizacyjna wypełniana była w Rosji, gdzie średnia wartość emisji akcji była duża niższa niż w pozostałych krajach. Wyniki oceny stopnia realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku wtórnego są zbliżone do wniosków dla segmentu pierwotnego.

- Płynność rynku akcji, czyli cecha określająca możliwość wypełniania kolejnej z funkcji – alokacyjnej, zwiększała się w krajach BRIC do 2007 r. (podobnie jak przy funkcji mobilizacyjnej), a w następnych latach przebieg zmian był zróżnicowany. Na podstawie przeprowadzonego przez autora badania określono zmiany dla poszczególnych krajów. W Brazylii i Rosji płynność się zwiększyła (w Brazylii pozostała jednak nadal stosunkowo niska), w Indiach trend wzrostowy trwał do 2009 r., potem zaś, podobnie jak w Chinach, płynność zmalała. Odnosząc uzyskane wyniki do danych dotyczących struktury uczestników rynku, stwierdzono wyraźny związek pomiędzy wysokimi wahaniami płynności a znacznym odsetkiem inwestorów indywidualnych (przykład Chin i Indii).
- Trzecia z podstawowych funkcji, wartościująca, we wszystkich czterech krajach była realizowana w dość niskim stopniu, względnie najlepiej w Brazylii oraz Indiach, gdzie nie dochodziło do zaburzeń wycen rynkowych. Największe problemy z uzyskaniem wiarygodnych informacji m.in. o koszcie pozyskania kapitału miały podmioty gospodarcze w Chinach i Rosji, gdzie w dużej części badanego okresu doszło do oderwania cen akcji od wartości uzasadnionych sytuacją spółek i gospodarek, będącego przejawem przewagi transakcji o charakterze spekulacyjnym. W obu tych krajach zaburzenia wyceny wpłynęły negatywnie na poziom rozwoju rynku akcji; mogły także oddziaływać (zwłaszcza w Rosji, w skali ograniczonej rozmiarami rynku) destabilizująco na sferę realną i ograniczać potencjał wzrostu i rozwoju kraju.
- Rynki akcji w krajach BRIC oddziaływały na wzrost gospodarczy przede wszystkim poprzez zwiększanie zasobu środków, które mogły być potencjalnie wykorzystane na inwestycje w kapitał trwały (w sektorze przedsiębiorstw).

Największe znaczenie (w stosunku do wartości nakładów) ta forma finansowania miała w Brazylii oraz w Indiach, choć w ujęciu bezwzględny najwięcej środków w drodze emisji akcji pozyskały spółki chińskie (brak odpowiednich danych uniemożliwia porównanie wskaźników dla Chin z pozostałymi krajami). W Rosji rynek akcji w niewielkim stopniu wpłynął na dostępność kapitału ze źródeł krajowych i zagranicznych. Ponadto, wyniki dekompozycji źródeł wzrostu tego kraju świadczą o tym, że zmiana zasobu kapitału była czynnikiem wpływającym negatywnie na tempo wzrostu PKB (spadek podaży kapitału).

- Wpływ rynków akcji krajów BRIC na produktywność aktywów trwałych (efektywność ich wykorzystania) był zróżnicowany. W perspektywie całego badanego okresu jedynie w Brazylii nastąpił wzrost produktywności, co można powiązać z zwiększeniem poziomu rozwoju rynku akcji (w zakresie funkcji alokacyjnej i wyceny). W Rosji produktywność rosła silnie do 2007 r., potem mocno spadła, jednak ze względu na niewielkie rozmiary rynku oddziaływanie rynku akcji było bardzo ograniczone. Ocena wpływu rynku akcji na TFP jest trudna do przeprowadzenia, jednak na podstawie dostępnych danych można stwierdzić, że był on znacznie słabszy niż w sferze zmian podaży kapitału.
- We wszystkich czterech krajach kredyty bankowe dla przedsiębiorstw stanowiły ważniejsze źródło finansowania inwestycji niż emisja akcji, największe dysproporcje odnotowano dla Rosji (kraju z najmniejszą zmianą poziomu rozwoju rynku), a najmniejsze dla Brazylii, gdzie w wielu aspektach wzrost zaawansowania rynku był największy.
- Poziom rozwoju gospodarczego, mierzony HDI, najbardziej zwiększył się w Chinach i Indiach, pozostawał on jednak niższy niż w dwóch pozostałych krajach. Dysproporcje między państwami zaliczanymi do grupy stopniowo się zmniejszały.
- Oddziaływanie rynku akcji na rozwój gospodarczy zależało w dużej mierze od wartości i przeznaczenia środków pozyskanych w trakcie przeprowadzanych emisji papierów wartościowych, struktury inwestorów oraz jakości instytucji nadzorczych.
- Inwestycje finansowane poprzez emisje akcji miały najkorzystniejszy wpływ na poziom życia ludności w Indiach, ponieważ przeznaczano je m.in. na poprawę dostępu do energii elektrycznej i usług finansowych. Przeznaczenie środków w Chinach było zbliżone, ale z mniej pozytywnymi skutkami. W Brazylii problemem było marnotrawienie części środków przez rozporządzające nimi władze.

- Istotnym sposobem wpływu rynku akcji było zwiększanie świadomości ekonomicznej w krajach z dużym odsetkiem inwestorów indywidualnych np. w Indiach. Z drugiej strony, w większości na inwestycje giełdowe stać było najbogatsze warstwy ludności, co oznaczało, że przede wszystkim one korzystały z wzrostów kursów akcji (zwłaszcza do 2008 r.) – przyczyniało się to do pogłębienia rozwarstwienia dochodowego, w szczególności w Chinach i Rosji.
- Wysoko rozwinięty i skutecznie działający nadzór giełdowy oraz rozpowszechnianie zasad ładu korporacyjnego w spółkach przyczyniały się do wzrostu poziomu praworządności, bezpieczeństwa własności prywatnej i możliwości dochodzenia swoich praw. Te pozytywne efekty dotyczyły Brazylii, w nieco mniejszym stopniu Indii, w dużo mniejszym Chin, a w Rosji (mimo pewnej poprawy w ostatnich latach) niemal nie wystąpiły.

Reasumując, przemiany na rynkach akcji w krajach BRIC oraz ich wpływ na procesy wzrostu i rozwoju gospodarczego były dość odmienne. Na podstawie przeprowadzonych analiz można jednak stwierdzić, że rynek akcji oddziaływał pozytywnie na poziom życia w Brazylii i Indiach oraz w mniejszym stopniu w Chinach. Najmniej pozytywnych skutków można było zaobserwować dla Rosji. Biorąc pod uwagę omówione różnice w zakresie aspektów ilościowych i jakościowych rynków akcji, należy pokreślić rolę drugiej grupy (przykład najbardziej zacofanego w ujęciu jakościowym rynku rosyjskiego), co oznacza, że w przeciwieństwie do dotychczas przeprowadzanych badań dotyczących tego tematu więcej uwagi należy poświęcać niemierzalnym cechom rynków. Co więcej, nie do końca uzasadnione wydaje się być ograniczanie badań wpływu na sferę realną do wymiaru ilościowego (PKB), bez uwzględniania innych sfer, często trudnych do pomiaru.

Może to stanowić punkt wyjścia do dalszych dociekań, obejmujących przeprowadzenie pogłębionych studiów wybranych rynków, wymagających jednak dostępu do bardzo szerokiego zakresu informacji (m.in. w zakresie nadzoru), w tym wykraczających poza główny obszar zainteresowań ekonomii lub finansów – przykładem mogą być informacje dotyczące postrzegania rynku akcji w społeczeństwie i znajomości powiązanych zagadnień. Inne interesujące zagadnienia to kwestia zależności pomiędzy systemem politycznym a rozwojem rynku akcji i jego wpływem na wzrost i rozwój gospodarczy oraz szczegółowe badania (w światowej literaturze ekonomicznej niemal brak tego typu prac) dotyczące oddziaływania rynku akcji na wybrane aspekty rozwoju np. nierówności dochodowe i majątkowe lub stan środowiska naturalnego (częściowo poruszone w niniejszej pracy).

# SPIS SKRÓTÓW

3G – Global Growth Generators

BCB – Banco Central do Brasil

BIS – Bank for International Settlements Credit to private sector

BIZ – bezpośrednio inwestycje zagraniczne

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo (giełda w São Paulo)

BRIC – Brazylia, Rosja, Indie, Chiny

BSE – Bombay Stock Exchange (giełda w Bombaju)

ChRL – Chińska Republika Ludowa

CBR – Centralny Bank Rosji

CBRC – China Banking Regulatory Commission (Chińska Komisja Nadzoru Bankowego)

CMN – Conselho Monetário Nacional

CSRC – China Securities Regulatory Commission (Chińska Komisja Papierów Wartościowych)

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DN – dochód narodowy

ETF – *exchange traded fund*

FSRF – Federalna Służba Rynków Finansowych

GEM – Growth Enterprise Market

HDR – Human Development Report

ICTs – *information and communication technologies* (technologie informacyjne i komunikacyjne)

IKE – indeks koncentracji eksportu

IPO – *initial public offering* (pierwsza publiczna oferta akcji)

KPCh – Komunistyczna Partia Chin

KSR – kraje słabo rozwinięte

KWR – kraje wysoko rozwinięte

MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy

MICEX – Moscow Interbank Currency Exchange (Moskiewska Międzybankowa Giełda Walutowa)

NAFTA – North American Free Trade Agreement (Północnoamerykańska Strefa Wolnego Handlu)

NDRC - National Development and Reform Commission (Narodowa Komisja Rozwoju i Reform)

NSE – National Stock Exchange



ONZ – Organizacja Narodów Zjednoczonych

OPEC – Organization of the Petroleum Exporting Countries (Organizacja Krajów Eksportujących Ropę Naftową)

PFRDA – Pension Fund Regulatory and Development Authority

PKB – produkt krajowy brutto

PNB – produkt narodowy brutto

PNN – produkt narodowy netto

PPP – *purchasing power parity* (parytet siły nabywczej)

PŚB – produkt światowy brutto

QFII – Qualified Foreign Institutional Investor

RBI – Reserve Bank of India

RGM – Rapid Growth Markets (rynki szybkiego rozwoju)

RTS – Russian Trading System (Rosyjski System Handlu)

SEBI - Securities and Exchange Board of India

SEHK – The Stock Exchange of Hong Kong

SFC – Securities and Futures Commission (Komisję Papierów Wartościowych i Kontraktów Futures)

SME Board – Small & Medium Enterprise Board

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

TED – Total Economy Database

TFI – towarzystwo funduszy inwestycyjnych

TFP – *total factor productivity* (całkowita produktywność czynników produkcji)

UNDP – United Nations Development Programme (Program Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju)

WDI – World Development Indicators

WFE – World Federation of Exchanges Statistics

WRRRA – wskaźnik rozwoju rynku akcji

WTO – World Trade Organization (Światowa Organizacja Handlu)

# BIBLIOGRAFIA

1. *2011 WFE Market Highlights*, World Federation of Exchanges, Paris 2012.
2. *2011 Sanya BRICS Summit Compliance Report*, “BRICS Research Group Paper”, 3/2012.
3. Abdullaev I., Organisyan O., Weafer C., *Who owns the equity market and why it matters*, “Troika Dialog Russia Strategy”, August 8, 2012.
4. Acaravci A., Acaravci S.K., Ozturk I., *Finance-Growth Nexus: Evidence from Turkey*, “International Research Journal of Finance and Economics”, wol. 11, 2007, s. 31-42.
5. Acemoglu D., *Introduction to Modern Economic Growth*, Princeton University Press, Princeton 2008.
6. Agtmael van A., *The Emerging Markets Century*, Free Press, London 2007.
7. Ahmed A., Kelston A., Wilson D., *Is this the BRIC's Decade?*, “Goldman Sachs BRICs Monthly”, May 20, 2010.
8. Al-Yousif Y.K., *Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries*, “Review of Financial Economics”, wol. 11, 2002, s. 131-150.
9. Ang J., *A survey of recent developments in the literature of finance and growth*, “Journal of Economic Surveys”, wol. 22, nr 3, 2008, s. 536-576.
10. *Annual Report of the Securities and Exchange Board of India 2011*, Securities and Exchange Board of India, Mumbai 2011.
11. *Annual Report of Evolution of NFS 2011*, Banco Central do Brasil, Brasilia 2012.
12. Araújo H., Cardenal J.P., *Podbój świata po chińsku*, Wydawnictwo Sonia Draga, Katowice 2012.
13. Arestis P., Demetriades P.O., *Financial development and economic growth: assessing the evidence*, “Economic Journal”, wol. 107, 1997, s. 783-799.
14. Arestis P., Demetriades P.O., Luintel K., *Financial development and economic growth: the role of stock markets*, “Journal of Money, Credit, and Banking”, wol. 33, 2001, s. 16-41.
15. Atje R., Jovanovic B., *Stock Markets and Development*, “European Economic Review”, wol. 37, 1993, s. 632-640.
16. Augustine U., Pius S.O., *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Nigeria*, “European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences”, nr 25, 2010, s. 44-53.
17. Auvinen J., Nafziger E.W., *Economic Development, Inequality, War and State Violence*, “World Development”, 2(30)/2002.
18. Azzarello S., Putnam B., *BRIC Country Update: Slowing growth in the face of internal and external challenges*, “CME Group Market Insights”, 25 July 2012.
19. Bagehot W., *Lombard Street: A Description of The Money Market*, Henry S. King & Co, London 1873.
20. Bailey O., *Developments in Emerging Equity Markets*, „Reserve Bank of Australia Bulletin”, December, 2010.
21. Bairoch P., *International Industrialization Levels from 1750 to 1850*, “Journal of European Economic History”, nr 2, 1982.
22. Balcerowicz L., *Wolność i rozwój: ekonomia wolnego rynku*, Wydawnictwo Znak, Kraków 1995.

23. Balcerowicz L., Rzońca A. (red.), *Zagadki wzrostu gospodarczego: Siły napędowe i kryzysy – analiza porównawcza*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
24. Bannock G., Baxter R.E., *The Penguin Dictionary of Economics*, Penguin Books, London 2004.
25. Barley R., *G7 zagubiona we mgle wojny walutowej*, „Rzeczpospolita”, 14.02.2013, s. B12.
26. Barro R., Sala-i-Martin X., *Economic Growth*, MIT Press, Cambridge 1999.
27. Bartkowiak R., *Ekonomia rozwoju*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
28. Bartkowiak R., *Rozwój myśli ekonomicznej*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
29. Bąkiewicz A., Żuławska U. (red.), *Rozwój w dobie globalizacji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
30. Becia A., Czaja S., Poskrobko T., Włodarczyk J., *Wyzwania współczesnej ekonomii: Wybrane problemy*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2012.
31. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., *Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence*, “National Bureau of Economic Research Working Paper”, wol. 10979, 2004, s. 5-47.
32. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., *Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: Data and Analysis*, “World Bank Policy Research Working Paper”, nr 4943, 2009 (aktualizacja kwiecień 2013).
33. Beck T., Levine R., *Stock markets, banks, and growth: panel evidence*, “Journal of Banking and Finance”, wol. 28, 2004, s. 423–442.
34. Beck T., Levine R., Loayza N., *Finance and the sources of growth*, “Journal of Financial Economics”, wol. 58, 2000, s. 261–300.
35. Beck T., Lundberg M., Majnoni G., *Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks?*, “Journal of Money and Finance”, wol. 25, 2006, s. 1146-1167.
36. Bednarczyk J. (red.), *Finansowe determinanty wzrostu w gospodarce globalnej*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010.
37. Bednarczyk J., Bukowski S., Misala J. (red.), *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009.
38. Bednarczyk J., Bukowski S., Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Mechanizmy i źródła wzrostu gospodarczego: Polityka ekonomiczna a wzrost gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008.
39. Begg D., Dornbusch R., Fischer S., *Ekonomia: Makroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.
40. Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C., *Does Financial Liberalization Spur Growth?*, “Journal of Financial Economics”, wol. 77, 2005, s. 3-55.
41. Belling M. (red.), *Current trends in the Russian financial system*, The European Money and Finance Forum, Vienna 2009.
42. Berdal M., Malone D. (red.), *Greed and Grievance: Economic Agendas in Civil Wars*, Lynne Rienner, Boulder 2000.
43. Bielecki J., *Łapówki wielkości polskiego dochodu narodowego*, „Rzeczpospolita”, 9.07.2013, s. A9.

44. Bieleń S., Skrzypek A. (red.), *Rosja: Refleksje o transformacji*, Oficyna Wydawnicza ASPRA-JR, Warszawa 2010.
45. Bieńkowski W., Bossak J.W., *Międzynarodowa zdolność konkurencyjna kraju i przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004.
46. Binswanger H.C., *Spirala wzrostu*, Wydawnictwo Zysk i S-ka, Poznań 2011.
47. Biswas J., *Does Finance Lead to Economic Growth? An Empirical Assessment of 12 Asian Economies*, "Margin: the Journal of Applied Economic Research", wol. 2, 2008, s. 229-246.
48. Bond K., Kuznetsov A., *Sources of Capital in Russia: Show Me the Money*, "Troika Dialog Investment Research", nr 12, 2010.
49. Borisenko D.S., Gelman S.V., *Liquidity, asymmetric information and asset pricing on the Russian stock market*, "Higher School of Economics Working Paper", nr 9, 2012.
50. Borodkin L., Konovalova A., Perelman G., *St. Petersburg Stock Exchange in the Time of Economic Depression, War and Revolution: Does Instability Matter?*, "XIV International Economic History Congress", Helsinki 2006.
51. Bracht C., *Plans for the BRICS Delhi Summit*, "BRICS Research Group Paper", 1/2012.
52. Brandt W. (red.), *North-South: A Programme for Survival*, The MIT Press, Cambridge 1980.
53. *Brazil: Economic Outlook*, "BBVA Research", nr 3, 2011.
54. *Brazil Insights Series: Financial System*, Secretariat for Social Communication Presidency of Republic of Brazil, Brasilia 2012.
55. *Brazil: Financial System Stability Assessment*, "IMF Country Report", nr 12, wol. 206, 2012.
56. *BRICs and beyond*, Goldman Sachs, 2007.
57. *BRICS podzieli się swoim bankiem*, „Rzeczpospolita”, 8.08.2013.
58. Brown K.C., Reilly F.K., *Investment Analysis and Portfolio Management*, Cengage South-Western, Mason 2006.
59. Brunet A., Guichard J.-P., *Chiny światowym hegemonem?*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2011.
60. Buiters W., Rehbari E., *Global Growth Generators: Moving Beyond 'Emerging Markets' and 'BRIC'*, "Citigroup Global Markets", 21 February 2011.
61. Bukowski M., Magda I., Marć Ł., Zawistowski J., *Źródła i perspektywy wzrostu produktywności w Polsce*, Instytut Badań Strukturalnych, Warszawa 2006.
62. Bukowski S. (red.), *Globalizacja i regionalizacja a wzrost gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010.
63. Bukowski S., Misala J. (red.), *Wzrost gospodarczy i finanse międzynarodowe*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2011.
64. Buscher M., *Socio-cultural factors in economic development*, "Intereconomics", 2(24)/1989, s. 79-87.
65. Calamanti A., *The securities market and underdevelopment*, Giuffrè, Milano 1983.
66. Calderon C., Liu L., *The direction of causality between financial development and economic growth*, "Central Bank of Chile Working Papers", nr 184, 2002, s. 2-21.
67. Campos N.F., Filer R.K., Hanousek J., *Do Stock Markets Promote Economic Growth?*, "Center for Economic Research and Graduate Education - Economics Institute Working Paper Series", wol. 151, 1999, s. 1-30.

68. Campos N.F., Karanasos M., Zhanga J., *Finance, Volatility and Growth: Non-Linear Time-Series Evidence for Brazil since 1870*, Brunel University Press, London 2010.
69. Caprio G., Honohan P., *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Oxford University Press, Oxford 2001.
70. Carvalho de F., Souza de F., *Brazil in the 2000s: Financial regulation and macroeconomic stability*, Universidade Federal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro 2011.
71. Chakraborty I., *Does Financial Development Cause Economic Growth? The Case of India*, "South Asia Economic Journal", wol. 9, 2008, s. 109-139.
72. Charemza W., Deadman D., *Nowa ekonometria*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1997.
73. Chen Z., *The Stock Market in China's Modernization Process: Its Past, Present and Future Prospects*, Yale School of Management, New Haven 2006.
74. *China Financial Stability Report 2012*, People's Bank of China, Beijing 2012.
75. *China Securities Regulatory Commission Annual Report 2012*, China Securities Regulatory Commission, Beijing 2013.
76. *China's Capital Markets: The Changing Landscape*, KPMG, Hong Kong 2011.
77. *Chiny w globalnym świecie*, Fundacja Innowacja i Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna, Warszawa 2008.
78. Christopoulos D.K., Tsionas E.G., *Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests*, "Journal of Development Economics", wol. 73, 2004, s. 55-74.
79. Clayman M., Fridson M., Troughton G., *Corporate Finance: A Practical Approach*, CFA Institute, Charlottesville 2008.
80. Cohen A., Curtis L., Scissors D., Walser R., *Busting the BRIC Myth of Challenging U.S. Global Leadership*, "The Heritage Foundation WebMemo", nr 2869, 2010.
81. Dasani A.P., *Liberalisation, Law and Development*, Saurashtra University, Rajkot 2011.
82. De Gregorio J., Guidotti P.E., *Financial development and economic growth*, "World Development", wol. 23, 1995, s. 433-448.
83. Demetriades P.O., Hussein K.A., *Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries*, "Journal of Development Economics", wol. 51, 1996, s. 387-415.
84. Demirgüç-Kunt A., Levine R., *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross Country Comparisons*, "World Bank Policy Research Working Paper", wol. 2143, 1999, s. 2-10.
85. Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V., *Law, finance, and firm growth*, "Journal of Finance", wol. 53, 2002, s. 2107-2137.
86. Derrabi M., Leseure M., *Global Asset Allocation: Risk and Return on Emerging Stock Markets*, "Centre for the Study of Emerging Markets Series", nr 10, 2005.
87. Deszczyński P., *Konceptualne podstawy pomocy rozwojowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011.
88. Deszczyński P., *Kraje rozwijające się w koncepcjach ekonomicznych SPD. Doktryna i praktyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
89. Dobbs R., Leung N., Lund S., *China's rising stature in global finance*, "McKinsey Quarterly", July 2013.

90. Dobrska Z. (red.), *Rozwarstwienie dochodów a rozwój gospodarczy w krajach Trzeciego Świata*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1990.
91. Dos Santos E., *Brazil on the global finance map: an analysis of the development of the Brazilian capital market*, "BBVA Working Papers", wol. 35, nr 11, 2011.
92. Doshi R., Farrell D., Greenberg E., Lund S., Morin F., Rosenfeld J., *Accelerating India's Growth through Financial System Reform*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2006.
93. Douthwaite R., Falon G. (red.), *Fleeing Vesuvius: Overcoming the Risks of Economic and Environmental Collapse*, New Society Publishers, Gabriola Island 2011.
94. Dunford M., Yeung G., *Towards global convergence: Emerging economies, the rise of China and western sunset?*, "European Urban and Regional Studies", wol. 18, nr 1, 2011.
95. Eicher T.S., Garcia-Peñalosa C. (red.), *Institutions, Development and Economic Growth*, MIT Press, Cambridge 2006.
96. El-Wassal K.A., *Understanding the Growth in Emerging Stock Markets*, "Journal of Emerging Market Finance", wol. 4, 2005, s. 228-264.
97. *Emerging Markets: A 20-year Perspective*, MSCI Barra, New York 2008.
98. Fabozzi F., Tucker J., *The Brazilian stock exchange from origin to the entry of foreign capital*, "The Developing Economies", wol. 15, 1977, s. 92-108.
99. Fairclough G., *North Korean Puzzle: How Far Will Reform Go?*, "The Wall Street Journal", 24.11.2002.
100. Farrell D., Lund S., *A Tale of Two Financial Systems: A Comparison of China and India*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2006.
101. Fiedor B., Kociszewski K. (red.), *Ekonomia rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010.
102. Fowler J., Li L., Naughton T., *Short Term Equity Returns of Chinese IPOs, 1999 to 2004 : Excess Demand Social Policy and Wealth Effects*, "Journal of Emerging Market Finance", wol. 7, nr 2, 2008.
103. Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of The United States*, Princeton University Press, Princeton 1963.
104. Fungacova Z., Solanko L., *The Russian Banking Industry after the 2008–2009 Financial Crisis – What Next?*, "Russian Analytical Digest", nr 74, 2010.
105. Garcia M., *The Financial System and the Brazilian Economy During the Great Crisis of 2008*, Brazilian Financial and Capital Markets Association, Rio de Janeiro 2011.
106. Garcia M., Lattimore R., Reyes J., *The BRIICS and changes in global trade architecture*, OECD Publishing, Paris 2009.
107. Geng N., N'Diaye P., *Determinants of Corporate Investments in China: Evidence from Cross-Country Firm Level Data*, "IMF Working Paper", WP/12/80, 2012.
108. Ghatak S., *Introduction to Development Economics*, Routledge, London 2005.
109. Gillis M. (red.), *Economics of Development*, Norton & Co., New York 2001.
110. Glaeser E.L., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Do Institutions Cause Growth?*, "Journal of Economic Growth", wol. 9, 2004, s. 271-303.
111. *Global IPO trends report 2008 : Growth during uncertainty*, Ernst&Young, London 2008.
112. *Global IPO Trends 2012: Prepare early, move fast*, Ernst&Young, London 2012.
113. Godo Y., Hayami Y., *Development Economics*, Oxford University Press, Oxford 2005.

114. Goldfajn I., Hennings K., Mori H., *Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitutions, but Struggling to Promote Growth*, "Stanford University Working Paper", nr 170, 2003.
115. Goldsmith R.W., *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven 1969.
116. Gorham M., Shah A., Thomas S., *India's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work*, Elsevier, Burlington 2008.
117. Gorjaev A., Zobotkin A., *Risks of investing in the Russian stock market: Lessons of the first decade*, „Emerging Markets Review”, wol. 7, 2006, s. 380-397.
118. Götz M., *Kryzys i przyszłość strefy euro*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2012.
119. Graff M., *Financial Development and Economic Growth: A New Empirical Analysis*, "Dresden Discussion Papers in Economics", 5/1999.
120. Greenwood J., Smith B., *Financial markets in development, and the development of financial markets*, "Journal of Economic Dynamics and Control", wol. 21, 1997, s. 145-182.
121. Guha Deb S., Mukherjee J., *Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A Time Series Analysis for Indian Economy*, "International Research Journal of Finance and Economics", wol. 21, 2008, s. 142-150.
122. Gupta K.L., *Finance and Economic Growth in Developing Countries*. Croom Helm, London 1984.
123. Gurley J.G., Shaw E.S., *Financial Aspects of Economic Development*, "American Economic Review", wol. 45, 1955, s. 515-538.
124. Haber S., *Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States 1830-1930*, "Journal of Economic History", wol. 51, 1991, s. 559-580.
125. Hajaj C., Middlebrook P. (red.), *Re-thinking the Arab Spring & Roadmap for G20/UN Support?*, Geopolicity, Dubai 2011.
126. Hamid J., Singh A., *Corporate Financial Structures in Developing Countries*, "International Finance Corporation Technical Paper", nr 1, 1992, s. 10-25.
127. *Handbook on the Least Developed Countries Category: Inclusion, Graduation and Special Support Measures*, Committee for Development Policy and United Nations Department of Economic and Social Affairs, New York 2008.
128. *Hang Seng China AH Premium Index June 2013*, Hang Seng Indexes Company Limited, Hong Kong 2013.
129. Hanke S., Kwok A., *On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation*, "Cato Journal", wol. 29, nr 2, 2009.
130. Harwood A., Litan R., Pomerleano M., *Financial Markets & Development: The Crisis in Emerging Markets*, Brookings, Washington DC 1999.
131. Heilmann S., *The Chinese Stock Market: Pitfalls of a Policy-driven Market*, "Trier University Center for East Asian and Pacific Studies China Analysis", nr 15.
132. Herman A., *Przedsiębiorstwo w kapitalizmie giełdowym*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2/2007, s. 31-38.
133. Hicks J., *A Theory of Economic History*, Claredon Press, Oxford 1969.
134. *HKEx Factbook 2012*, Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd., Hong Kong 2013.
135. *HKEx Market Statistics 2011*, Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd., Hong Kong 2012.

136. *Human Development Report 1990*, United Nations Development Programme, New York 1990.
137. *Human Development Report 2007/2008: Fighting Climate Change: Human Solidarity in a Divided World*, United Nations Development Programme, New York 2008.
138. *Human Development Report 2010: The Real Wealth of Nations: Pathways to Human Development*, United Nations Development Programme, New York 2010.
139. *Human Development Report 2013: The Rise of the South*, United Nations Development Programme, New York 2013.
140. *Indian Securities Market: A Review*, National Stock Exchange of India, Mumbai 2011.
141. Jaeger M., *Brazil: Fair economic prospects*, "DB Research Brief", 26.10.2012.
142. Jan Paweł II, *Centesimus Annus*, Wydawnictwo Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego, Lublin 1998.
143. Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
144. Jasiński L.J., *Bliżej centrum czy na peryferiach? Polskie kontakty gospodarcze z zagranicą w XX wieku*, Centrum Europejskie Natolin/Wydawnictwo Trio, Warszawa 2011.
145. Jaworski W., Krzyżkiewicz Z., Puławski M., *Leksykon bankowo-gieldowy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1998.
146. Ji C., Thomas S., *Emerging Stock Markets in the People's Republic of China*, "Financial History", Spring 2003.
147. Jianhong Q., Shan J., *Does Financial Development 'Lead' Economic Growth? The Case of China*, „Annals of Economics and Finance”, wol. 1, 2006, s. 197-216.
148. Jung W., *Financial development and economic growth: international evidence*, "Economic Development and Cultural Change", wol. 34, 1986, s. 333–346.
149. Kalecki M., *Financial Problems of the Third Plan: Some Observations*, "The Economic Weekly", nr 28, 1960, s. 1119-1123.
150. Kalecki M., *Kraje rozwijające się. Studia varia: o ekonomii i ekonomistach*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1985.
151. Karklins-Marchay A. (red.), *Rapid-Growth Markets Forecast*, Ernst&Young, London 2011.
152. Karpuś P., Węclawski J. (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007.
153. Kasprzak-Czelej A., *Gieldowy rynek akcji a gospodarka*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2012.
154. Kehl J.R., *Emerging Markets in Africa*, „African Journal of Political Science and International Relations”, wol. 1, 2007.
155. Kern S. (red.), *China's financial markets – a future global force?*, "Deutsche Bank Research", March 16, 2009.
156. Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
157. Khan M.A., *Financial Development and Economic Growth in Pakistan*, "South Asia Economic Journal", wol. 9, 2008, s. 375-391.
158. King R., Levine R., *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, "The Quarterly Journal of Economics", wol. 108, nr 3, 1993.
159. Klewec W., *Brazylia szuka swojej drogi*, „Rzeczpospolita”, 27.08.2012, s. A8.



160. Klewec W., *Ludzie Luli płacą za korupcję*, „Rzeczpospolita”, 4.09.2012, s. A10.
161. Kołodko G.W., *Świat na wyciągnięcie myśli*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2010.
162. Kołodko G.W., *Wędrujący Świat*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2008.
163. Koons C., *Azjaci wkraczają do Ameryki*, „Rzeczpospolita”, 5.07.2013, s. B5.
164. Kowalik T., *Systemy gospodarcze. Efekty i defekty reform i zmian ustrojowych*, Fundacja Innowacja, Warszawa 2005.
165. Kozak Z., *Ekonomia zacofania i rozwoju*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2001.
166. Koźmiński A.K., *W poszukiwaniu utraconej równości*, „Rzeczpospolita”, 29.01.2013, s. B11.
167. Kulpaka P., *Giędy w gospodarce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
168. Kuznets S., *Modern Economic Growth: Rate, Structure and Spread*, Yale University Press, New Haven 1966.
169. Liberska B., *Perspektywy rozwojowe chińskiej gospodarki do 2050 r.*, „Studia Ekonomiczne INE PAN”, nr 4, 2010.
170. Levine R., *Bank-based or market-based financial systems: which is better?*, „Journal of Financial Intermediation”, vol. 11, 2002, s. 398–428.
171. Levine R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature”, vol. XXXV, 1997.
172. Levine R., Zervos S., *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, „American Economic Review”, vol. 88, 1998, s. 537-558.
173. Levine R., Zervos S., *Stock Market Development and Long-Run Growth*, „World Bank Policy Research Working Papers”, vol. 1582, 1996.
174. Liao H., Pitsilis E., Xu J., *A new direction in Chinese banking*, „McKinsey Quarterly”, July 2013.
175. Liu C., *Chinese Capital Market Takeover and Restructuring Guide*, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn 2011.
176. Lucas R.E., *On the mechanics of the economic development*, „Journal of Monetary Economics”, vol. 22, 1988.
177. Lund S., Piotrowski J., Roxburgh C., *Mapping global capital markets 2011*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2011.
178. Machiraju H.R., *The Working of Stock Exchanges in India*, New Age International, New Delhi 2008.
179. Machlup F., *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, The Ludvig von Mises Institute, Auburn 2007.
180. *Mała encyklopedia ekonomiczna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1961.
181. Małecki W., Piasecki R., Sławiński A., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
182. Marszk A., *Emisja kwitów depozytowych jako źródło finansowania przedsiębiorstw z krajów BRIC*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1, 2012. s. 241-253.
183. Marszk A., *Funkcje sektora bankowego w gospodarce: przypadek Indii*, „Ekonomia”, 1(22)/2013, s. 117-124.
184. Marszk A., *Rynki akcji w krajach wschodzących*, „Ekonomia Międzynarodowa”, 2/2011.

185. Maswana J.-C., *China's Financial Development and Economic Growth: Exploring the Contradictions*, "Journal of Chinese Economics and Finance", nr 3, 2011, s. 15-27.
186. Matysek-Jędrych A., *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt”, 10/2007.
187. McKinnon R.I., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C. 1973.
188. McLeavey D., Solnik B., *Global Investments*, Pearson Prentice Hall, New York 2009.
189. Mensah S., *Demutualizing African Stock Exchanges: Challenges and Opportunities*, African Stock Exchanges Association, Cairo 2005.
190. *MICEX-RTS Group in 2011. Review of the year*, „Russian Markets: Moscow's Exchange Newsletter”, wol. 1-2/2012.
191. *MICEX-RTS Investor Presentation*, MICEX-RTS, Moscow 2012.
192. Miklaszewski S. (red.), *Kraje rozwijające się w światowym systemie gospodarczym*, Difin, Warszawa 2007.
193. Mikosik S., *Teoria rozwoju gospodarczego Josepha A. Schumpetera*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
194. Miller M., *Financial Markets and Economic Growth*, „Journal of Applied Corporate Finance”, wol. 11, 1998.
195. Misala J. (red.), *Teoria i polityka wzrostu gospodarczego – osiągnięcia i doświadczenia*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010.
196. Monan Z., *China's Hidden Debt Risk*, "Project Syndicate", March 20, 2013.
197. Moser E., Nestmann T., *Russia's financial sector*, „Deutsche Bank Research”, August 20, 2007.
198. Mourougane A., *Refining Macroeconomic Policies to Sustain Growth in Brazil*, "OECD Economics Department Working Papers", nr 899, 2011.
199. Munyama K., *Economic growth and financial development in Sub-Saharan African countries*, Poznań University of Economics University Press, Poznań 2011.
200. Musiał G. (red.), *Twórczość naukowa Michała Kaleckiego i jej znaczenie w teorii ekonomii*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2006.
201. Nachane D., *India's Financial Sector: The Regulatory and Supervisory Landscape*, "The World Economy", wol. 35, 2012.
202. Nafziger E.W., *Economic Development*, Cambridge University Press, Cambridge 2006.
203. Nafziger E.W., Stewart F., Vayrynen R. (red.), *War, Hunger and Displacement: The Origins of Humanitarian Emergencies*, Oxford University Press, Oxford 2000.
204. Nasiłowski M., *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.
205. Nawrot K.A., *Determinanty rozwoju gospodarczego państw ASEAN*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008.
206. Nawrot W., *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008.
207. Nielsen L., *Classifications of Countries Based on Their Level of Development: How it is done and how it could be done*, "IMF Working Paper", 31/2011.
208. Noble J., *End of the road for China's 'B' market*, "Financial Times", January 9, 2013.

209. Nurkse R., *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*, Blackwell, Oxford 1953.
210. Olszewski L. (red.), *Instytucjonalne czynniki rozwoju gospodarczego pierwszej dekady XXI wieku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2009.
211. O'Neill J., *BRIC napędza gospodarkę świata*, „Rzeczpospolita”, 9.12.2011, s. B10.
212. O'Neill J., *Building Better Global Economic BRICs*, “Goldman Sachs Global Economics”, nr. 66, 2001.
213. O'Neill J., *Mapa wzrostu. Szanse gospodarcze dla państw grupy BRICS*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2013.
214. *Outcome of the Fourth United Nations Conference on the Least Developed Countries*, United Nations General Assembly, New York 2011.
215. Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki: perspektywa klienta i inwestora*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2008.
216. Park J., *Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development*, “IMF Working Paper”, WP/12/224, September 2012.
217. Patrick H.T., *Banking in the Early Stages of Industrialization*, Oxford University Press, New York 1967.
218. Patrick H.T., *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, “Economic Development and Cultural Change”, wol. 14, nr 2, 1966.
219. Pawłowicz L., Wierzbka R. (red.), *Bankowość wobec procesów globalizacji*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2003.
220. Pączek B. (red.), *Czarny Łąd i Świat Arabski: Szansa czy Zagrożenie?*, Wydawnictwo JP, Gdynia 2012.
221. *Peak toil*, „The Economist”, January 26<sup>th</sup> 2013.
222. *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2011.
223. Piasecki R. (red.), *Ekonomia rozwoju*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
224. Piasecki R., *Rozwój gospodarczy a globalizacja*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.
225. Piwowarski W. (red.), *Słownik katolickiej nauki społecznej*, Instytut Wydawniczy PAX, Warszawa 1993.
226. Prebisch R., *The economic development of Latin America and its principal problems*, ECLAC/United Nations Publication, New York 1950.
227. *Presentation: T+2 Project Overview*, Moscow Exchange, Moscow 2013.
228. Quah C.-H., Dar O.L. (red.), *Business Dynamics in the 21<sup>st</sup> Century*, InTech, Rijeka 2012.
229. *Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) Brochure Special Edition*, PwC Zhong Tian CPAs Limited Company, 2012.
230. Rabinovitch S., *SocGen to stay away from China IPOs*, „Financial Times”, December 30, 2011.
231. Ram R., *Financial development and economic growth: additional evidence*, “Journal of Development Studies”, wol. 35, 1999, s.164–174.
232. Rapacki R. (red.), *Wzrost gospodarczy w krajach transformacji: konwergencja czy dywergencja?*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.

233. Ratajczyk M., *Finansyzacja gospodarki*, „*Ekonomista*”, nr 3, 2012, s. 281-302.
234. *Report on Trend and Progress of Banking in India 2011-12*, Reserve Bank of India, Mumbai 2012.
235. Richter S., *Cicha rewolucja w MFW*, „*Rzeczpospolita*”, 10.10.2012, s. B8.
236. Roberts J., Schreiber M., Scissors D., *Brazil: Restoring Economic Growth Through Economic Freedom*, “Special report from the Centre for International Trade and Economics”, nr 118, September 2012.
237. Robinson J., *The Rate of Interest and Other Essays*, MacMillan, London 1952.
238. Rosenstein-Rodan P., *Problems of Industrialization of Eastern and South-Eastern Europe*, “*The Economic Journal*”, wol. 53, nr 210-211, 1943, s. 202-211.
239. Rostow W., *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*, Cambridge University Press, Cambridge 1960.
240. Rousseau P.L., *Finance, Investment, and Growth in Meiji-Era Japan*, “*Japan and the World Economy*”, wol. 11, 1999, s. 185-198.
241. Rousseau P.L., Sylla R., *Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth*, “National Bureau of Economic Research Working Paper”, nr 7448, 1999, s. 1-50.
242. Rousseau P.L., Wachtel P., *Equity markets and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980-1995*, “*Journal of Banking and Finance*”, wol. 24, 2000, s. 1933-1957.
243. Rudaz P., *The Russian Stock Market: Reflecting Society's Broader Problems*, “*Russian Analytical Digest*”, nr 74, 2010.
244. *Russia Economic Report: Moderating Risks, Bolstering Growth*, The World Bank in Russia, April 2012.
245. *Russian Federation Financial System Stability Assessment*, “IMF Country Report”, nr 11/291, 2011.
246. Rybiński K., *Globalizacja w trzech odsłonach*, Difin, Warszawa 2007.
247. Rybiński K., *Liderom świata brakuje wizji*, „*Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*”, 3/2008.
248. Sauvy A., *Trois mondes, une planète*, „*L'Observateur*”, 118/1952.
249. *São Paulo Stock Exchange and the Brazilian Capital Market*, BOVESPA, São Paulo 2008.
250. Schumpeter J.A., *The Theory of Economic Development*, Transaction Publishers, Piscataway 2004.
251. Secomski K., *Elementy polityki ekonomicznej*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1970.
252. *Securities Market of The Moscow Exchange Group*, <http://rts.micex.ru/s338>.
253. Sen A.K., *Development as Freedom*, Oxford University Press, Oxford 1999.
254. *Served in China*, „*The Economist*”, 23<sup>rd</sup> February 2013.
255. Shabri M., *Does financial development matter for economic growth in Malaysia?*, “*Journal of Economic Cooperation*”, wol. 29, 2008, s. 61-82.
256. Sławińska M., Witzak H., *Podstawy metodologiczne prac doktorskich w naukach ekonomicznych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2012.
257. Sławiński A., *Rynki Finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
258. Smith S., Todaro M., *Economic Development*, Addison Wesley, Boston 2008.
259. Solarz M.W., *Północ-Południe: Krytyczna analiza podziału świata na kraje wysoko i słabo rozwinięte*, Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2009.

260. Solow R., *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, "The Quarterly Journal of Economics", wol. 70, nr 1, 1956, s. 65-94.
261. Soto de J.H., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.
262. Soto de H., *Tajemnica kapitału*, Fijorr Publishing, Chicago-Warszawa 2002.
263. Spratt S., *Development Finance: Debates, dogmas and new directions*, Routledge, London 2008.
264. Staniszkis J., *Antropologia władzy*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2009.
265. Stefani P., *Financial Development and Economic Growth in Brazil: 1986-2006*, "Economics Bulletin", wol. 3, nr 69, s. 1-13.
266. Stiglitz J., *Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability*, „World Development”, 6(28)/2000, s. 1076-1080.
267. Struyven D., *The battle between the Bombay Stock Exchange and the National Stock Exchange*, Indian Institute of Management, Bangalore 2008.
268. Stutely R., *Guide to Economic Indicators: Making Sense of Economics*, The Economist Newspaper Ltd., London 2007.
269. Szablewski A. (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009.
270. Szirmai A., *The Dynamics of Socio-Economic Development*, Cambridge University Press, Cambridge 2005.
271. Szostak M., *Ewolucja międzynarodowego ładu ekonomicznego i meandry negocjacji Północ-Południe*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej”, 14/2003, s. 43-67.
272. Szostak M., *Ogólna charakterystyka grupy krajów słabo rozwiniętych (materiały do wykładu Stosunki ekonomiczne państw Unii Europejskiej z krajami słabo rozwiniętymi)*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010.
273. Szostak M., *Tradycyjne teorie zacofania gospodarczo-społecznego krajów słabo rozwiniętych (materiały do wykładu Ekonomia Rozwoju)*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010.
274. Szostak M., *Zapomniana Polska Szkoła Rozwoju*, „Gazeta SGH”, nr 4, 2007.
275. Szyszko L. (red.), *Propedeutyka finansów*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004.
276. Telep J., *Elementy ekonomii rozwoju*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Cła i Logistyki, Warszawa 2010.
277. *The Alibaba phenomenon*, „The Economist”, 23rd March 2013.
278. *The Brazil backlash*, „The Economist”, May 19<sup>th</sup> 2012.
279. *The Depositary Receipt Market: 2011 Mid-Year Review*, Bank of New York Mellon, New York 2011.
280. *The Financial Development Report 2012*, World Economic Forum USA, New York 2012.
281. *The Global Financial Centres Index 13*, Z/Yen Group, London 2013.
282. *The Least Developed Countries Report 2009: The State and Development Governance*, UNCTAD, Geneva 2009.
283. *The masala Mittelstand*, „The Economist”, August 11<sup>th</sup> 2012.
284. *The MICEX Index Monthly Wrap-Up: November 2012*, „Russian Markets: Moscow's Exchange Newsletter”, wol. 12/2012.

285. *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, The Group of Thirty, Washington D.C. 2012.
286. Thießen U., *Financial System Development, Regulation and Economic Growth: Evidence from Russia*, "Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung Diskussionspapiere", nr 400, 2004, s. 1-45.
287. Trusewicz I., *Gazprom stracił na mniejszym popycie na surowce*, „Rzeczpospolita”, 23.05.2013, s. B6.
288. Trusewicz I., *Mniej zagranicy w Rosji*, „Rzeczpospolita”, 29.01.2013, s. B12.
289. Trusewicz I., *Moskwa finansowym centrum świata?*, „Rzeczpospolita”, 12.12.2012, s. B7.
290. Vasiliev D., *Capital Market Development In Russia*, World Bank, Washington D.C. 2001.
291. Walewska D., *Zaskakujący chiński deficyt*, „Rzeczpospolita”, 11.04.2013, s. B3.
292. Wang L., Wang S., Zhang J., *Financial Development and Economic Growth: Evidence from China*, "Hong Kong University of Science and Technology Working Paper", nr 1, 2012, s. 1-36.
293. Weizsäcker von C.F., *Zum Weltbild der Physik*, Hirzel Verlag, Hirzel 2007.
294. Williamson J. (red.), *Latin America Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, Washington D.C. 1990.
295. Williamson J., *The strange history of Washington consensus*, "Journal of Post Keynesian Economics", wol. 27, nr 2, 2005.
296. Wojtyna A. (red.), *Dostosowania makroekonomiczne i mikroekonomiczne w krajach na średnim poziomie rozwoju po kryzysach finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
297. Wojtyna A. (red.), *Zależności między produktywnością, dochodami i zatrudnieniem w krajach na różnym poziomie rozwoju*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
298. Wong S., *China's Stock market: A marriage of capitalism and socialism*, "Cato Journal", wol. 26, nr 3, 2006, s. 389-425.
299. *World Development Indicators 2009*, World Bank, Washington D.C. 2009.
300. *World Development Report 2010: Development and Climate Change*, World Bank, Washington D.C. 2010.
301. *World Development Report 2011: Citizen Security, Justice and Jobs*, World Bank, Washington D.C. 2011.
302. *World Economic Outlook 2012*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2012.
303. *World Employment 1996/1997: National Policies in Global Context*, International Labour Organization, Geneva 1996.
304. Woźniak M.G., *Wyznaczniki pro wzrostowej strategii ograniczającej nierówności społeczne wynikające z teorii wzrostu*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 4, 2004, s. 77-87.
305. Wright R., *The Wealth of Nations Rediscovered: Integration and Expansion in American Financial Markets, 1780-1850*, Cambridge University Press, Cambridge 2002.
306. Wróblewski M., *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy wobec kryzysów walutowych*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2009.
307. *Xi Jinping and the Chinese dream*, „The Economist”, May 4th 2013.
308. Xu Z., *Financial development, investment, and economic growth*, "Economic Inquiry", wol. 38, 2000, s. 331-344.

309. Zienkowski L. (red.), *Co sprzyja rozwojowi gospodarczemu*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2005.
310. Żukowska H., *Stabilność i czynniki destabilizujące system bankowy: Przykład Rosji po 1990 roku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007.
311. Żukowski M., *Makroekonomiczne uwarunkowania rozwoju sektora bankowego w Rosji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
312. Żukowska K. (red.), *Zróżnicowanie rozwoju jako impuls wzrostowy w gospodarce światowej*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.

## **SPIS STRON INTERNETOWYCH**

1. [www.articles.businessinsider.com/2010-09-24/markets/30071121\\_1\\_share-issue-oil-production-largest-oil](http://www.articles.businessinsider.com/2010-09-24/markets/30071121_1_share-issue-oil-production-largest-oil).
2. [www.bis.org/statistics/credtopriv.htm](http://www.bis.org/statistics/credtopriv.htm).
3. [www.businessinsider.com/chinas-unemployment-rate-useless-2012-10](http://www.businessinsider.com/chinas-unemployment-rate-useless-2012-10).
4. [www.cia.gov](http://www.cia.gov).
5. [www.conference-board.org/data/economydatabase/](http://www.conference-board.org/data/economydatabase/).
6. [www.economist.com/blogs/americasview/2013/03/brazils-oil-royalties](http://www.economist.com/blogs/americasview/2013/03/brazils-oil-royalties).
7. [www.forbes.com/sites/kenrapoza/2013/06/28/in-china-full-employment-no-more/](http://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2013/06/28/in-china-full-employment-no-more/).
8. [www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd\\_fr.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd_fr.htm).
9. [www.icf.som.yale.edu/st-petersburg-stock-exchange1865-1917](http://www.icf.som.yale.edu/st-petersburg-stock-exchange1865-1917).
10. [www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20111220000017&cid=1202](http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20111220000017&cid=1202).
11. [www.world-exchanges.org/statistics](http://www.world-exchanges.org/statistics).

# SPIS TABEL

Tabela 1.1. Kraje słabo rozwinięte i określenia pokrewne – kryteria klasyfikacji i stosowane pojęcia.....	22
Tabela 1.2. Porównanie KSR i KWR: asymetrie .....	32
Tabela 1.3. Wybrane wskaźniki sektora bankowego w KSR i KWR (dane za 2011 r.).....	43
Tabela 1.4. Wybrane dane i wskaźniki dotyczące rynków akcji w KSR i KWR (dane za 2010 r.).....	44
Tabela 2.1. Klasyfikacja czynników wzrostu gospodarczego według L. Zienkowskiego .....	66
Tabela 2.2. Kategorie teorii opisujących długoterminowe zależności między systemem finansowym/rynkami akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym.....	79
Tabela 2.3. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem danych przekrojowych.....	90
Tabela 2.4. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem szeregów czasowych dla więcej niż jednego kraju...	93
Tabela 2.5. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem szeregów czasowych dla jednego kraju.....	94
Tabela 2.6. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy z wykorzystaniem danych panelowych.....	95
Tabela 2.7. Wybrane studia przypadków wzajemnych zależności między rozwojem finansowym/rynku akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym.....	96
Tabela 2.8. Wybrane badania empiryczne wzajemnych zależności między rozwojem finansowym/rynku akcji a wzrostem i rozwojem gospodarczym dla więcej niż jednego KSR.....	98
Tabela 2.9. Badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy dla wybranych KSR.....	99
Tabela 2.10. Wybrane badania wpływu rozwoju finansowego/rynku akcji na wzrost i rozwój gospodarczy dla krajów BRIC.....	101
Tabela 3.1. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Brazylii.....	105
Tabela 3.2. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Brazylii (dane za 2011 r.).....	107
Tabela 3.3. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Rosji.....	110
Tabela 3.4. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Rosji (dane za 2011 r.).....	112
Tabela 3.5. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Indii.....	114
Tabela 3.6. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Indii (dane za 2011 r.).....	117
Tabela 3.7. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Chin.....	121
Tabela 3.8. Wybrane wskaźniki gospodarcze i społeczne dla Chin (dane za 2011 r.).....	123



Tabela 4.1. Wybrane wskaźniki sektora bankowego w Brazylii.....	127
Tabela 4.2. Wybrane wskaźniki sektora bankowego w Indiach.....	134
Tabela 4.3. Klasyfikacja akcji w Chinach.....	168
Tabela 4.4. Porównanie giełd w Szanghaju, Shenzhen i Hong Kongu w 2011 r.....	173
Tabela 4.5. Najistotniejsze wydarzenia w nadzorze giełdowym Chińskiej Republiki Ludowej od 1997 r.....	177
Tabela 4.6. Wybrane wskaźniki rynków akcji w krajach BRIC w latach 2000-2011.....	179
Tabela 4.7. Kraje BRIC w Raporcie Rozwoju Finansowego 2012.....	182
Tabela 5.1. Wybrane wskaźniki wykorzystane do oceny poziomu rozwoju rynku akcji.....	190
Tabela 5.2. Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Brazylii.....	195
Tabela 5.3. Wybrane największe IPO w Brazylii w latach 2002-2011.....	196
Tabela 5.4. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Brazylii.....	197
Tabela 5.5. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Brazylii.....	199
Tabela 5.6. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki.....	201
Tabela 5.7. PKB per capita w Brazylii w latach 2002-2011.....	204
Tabela 5.8. Brazylia: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011.....	206
Tabela 5.9. Wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego dla Brazylii (lata 2002-2010).....	207
Tabela 5.10. Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Rosji.....	211
Tabela 5.11. Wybrane największe IPO na giełdach rosyjskich w latach 2002-2011.....	212
Tabela 5.12. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Rosji.....	213
Tabela 5.13. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Rosji.....	214
Tabela 5.14. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki.....	217
Tabela 5.15. PKB per capita w Rosji w latach 2002-2011.....	219
Tabela 5.16. Rosja: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011.....	221
Tabela 5.17. Rosja: wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego (lata 2002-2010).....	222
Tabela 5.18. Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Indiach.....	227
Tabela 5.19. Wybrane największe IPO w Indiach w latach 2002-2011.....	228
Tabela 5.20. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Indiach.....	230
Tabela 5.21. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Indiach.....	231
Tabela 5.22. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki.....	233
Tabela 5.23. PKB per capita w Indiach w latach 2002-2011.....	235
Tabela 5.24. Indie: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011.....	237
Tabela 5.25. Wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego dla Indii (lata 2002-2010).....	238
Tabela 5.26. Wybrane wskaźniki realizacji funkcji mobilizacyjnej rynku akcji w Chinach.....	242
Tabela 5.27. Wybrane największe IPO w Chinach w latach 2002-2011.....	243
Tabela 5.28. Wskaźniki realizacji funkcji alokacyjnej rynku akcji w Chinach.....	244

Tabela 5.29. Wskaźniki realizacji funkcji wyceny rynku akcji w Chinach.....	246
Tabela 5.30. Ocena wpływu na pierwszy kanał transmisji: wybrane wskaźniki.....	249
Tabela 5.31. PKB per capita w Chinach w latach 2002-2011.....	252
Tabela 5.32. Chiny: kredyty bankowe udzielone przedsiębiorstwom w latach 2002-2011.....	254
Tabela 5.33. Wybrane wskaźniki rozwoju gospodarczego dla Chin (lata 2002-2010).....	255

# SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1.1. Kapitalizacja rynków akcji w KSR w latach 2000-2010.....	45
Rysunek 1.2. Obroty na rynkach akcji w KSR w latach 2000-2010.....	46
Rysunek 1.3. KSR z giełdami papierów wartościowych według kontynentów (stan na 31.12.2011 r.).....	48
Rysunek 2.1. Funkcja mobilizacyjna i alokacyjna pierwotnego rynku akcji.....	72
Rysunek 2.2. Ujęcie podażowe związków między rozwojem finansowym i gospodarczym..	82
Rysunek 4.1. Sektor bankowy w Brazylii w latach 2000-2011.....	127
Rysunek 4.2. Sektor bankowy w Rosji w latach 2000-2011.....	130
Rysunek 4.3. Sektor bankowy w Indiach w latach 2000-2011.....	134
Rysunek 4.4. Sektor bankowy w Chinach w latach 2000-2011.....	138
Rysunek 4.5. Kapitalizacja rynku akcji w Brazylii w latach 2000-2011.....	142
Rysunek 4.6. Obroty na rynku akcji w Brazylii w latach 2000-2011.....	143
Rysunek 4.7. Liczba notowanych spółek krajowych w Brazylii w latach 2000-2011.....	145
Rysunek 4.8. Kapitalizacja rynku akcji w Rosji w latach 2000-2011.....	151
Rysunek 4.9. Obroty na rynku akcji w Rosji w latach 2000-2011.....	152
Rysunek 4.10. Liczba notowanych spółek krajowych w Rosji w latach 2000-2011.....	154
Rysunek 4.11. Kapitalizacja rynku akcji w Indiach w latach 2000-2011.....	159
Rysunek 4.12. Obroty na rynku akcji w Indiach w latach 2000-2011.....	160
Rysunek 4.13. Liczba notowanych spółek krajowych w Indiach w latach 2000-2011.....	161
Rysunek 4.14. Kapitalizacja rynku akcji w Chinach w latach 2000-2011.....	169
Rysunek 4.15. Obroty na rynku akcji w Chinach w latach 2000-2011.....	170
Rysunek 4.16. Liczba notowanych spółek krajowych w Chinach w latach 2000-2011.....	172
Rysunek 4.17. Kapitalizacja rynków akcji krajów BRIC w latach 2000-2011 (w % PKB) .....	180
Rysunek 4.18. Obroty na rynkach akcji krajów BRIC w latach 2000-2011 (w % PKB).....	181
Rysunek 5.1. Etapy procedury badawczej.....	189
Rysunek 5.2. Liczba transakcji i obroty dzienne na brazylijskim giełdach w latach 2002- 2011..	198
Rysunek 5.3. Brazylia: WRRRA w latach 2002-2011.....	200
Rysunek 5.4. Brazylia: produktywność kapitału w latach 2002-2011.....	203
Rysunek 5.5. Brazylia: tempo wzrostu gospodarczego i kurs walutowy w latach 2002-2011.....	204
Rysunek 5.6. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Brazylii w latach 2002-2011.....	205
Rysunek 5.7. HDI i stopa bezrobocia w Brazylii w latach 2002-2010.....	207
Rysunek 5.8. Współczynnik obrotu i ceny akcji na rosyjskim rynku w latach 2002-2011.....	215
Rysunek 5.9. Rosja: WRRRA w latach 2002-2011.....	216
Rysunek 5.10. Rosja: produktywność kapitału w latach 2002-2011.....	218

Rysunek 5.11. Rosja: tempo wzrostu gospodarczego i kurs walutowy w latach 2002-2011.....	219
Rysunek 5.12. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Rosji w latach 2002-2011.....	220
Rysunek 5.13. HDI i stopa bezrobocia w Rosji w latach 2002-2010.....	223
Rysunek 5.14. Liczba transakcji i obroty dzienne na rynku indyjskim w latach 2002-2011.....	230
Rysunek 5.15. Współczynnik obrotu i ceny akcji na indyjskim rynku w latach 2002-2011.....	231
Rysunek 5.16. Indie: WRRRA w latach 2002-2011.....	232
Rysunek 5.17. Indie: produktywność kapitału w latach 2002-2011.....	234
Rysunek 5.18. Indie: tempo wzrostu gospodarczego w latach 2002-2011.....	235
Rysunek 5.19. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Indiach w latach 2002-2011.....	236
Rysunek 5.20. HDI i stopa bezrobocia w Indiach w latach 2002-2010.....	239
Rysunek 5.21. Liczba transakcji i obroty dzienne na rynku akcji w Chinach.....	245
Rysunek 5.22. WRRRA w Chinach w latach 2002-2011.....	248
Rysunek 5.23. Chiny: produktywność kapitału w latach 2002-2011.....	251
Rysunek 5.24. Chiny: tempo wzrostu gospodarczego i kurs walutowy w latach 2002-2011.....	252
Rysunek 5.25. Częściowa dekompozycja źródeł zmian PKB w Chinach w latach 2002-2011....	253
Rysunek 5.26. HDI i stopa bezrobocia w Chinach w latach 2002-2010.....	256
Rysunek 5.27. Relatywna emisja akcji w krajach BRIC w latach 2002-2011 (%PKB).....	259
Rysunek 5.28. WRRRA w krajach BRIC w latach 2002-2011 (2002 = 1).....	261
Rysunek 5.29. Potencjalny udział emisji akcji w nakładach brutto w krajach BRIC w latach 2002-2011.....	262
Rysunek 5.30. Produktywność kapitału fizycznego w krajach BRIC w latach 2002-2011 (2002=1).....	263
Rysunek 5.31. Kraje BRIC: wskaźnik HDI w latach 2002-2010.....	265