

EKONOMISTA

CZASOPISMO POŚWIĘCONE NAUCE I POTRZEBOM ŻYCIA
ZAŁOŻONE W ROKU 1900

2017

4

Indeks 357030
ISSN 2299-6184
Cena 49,20 zł
(w tym 23% VAT)

W numerze

JAGODA ANNA KASZOWSKA,
JUAN LUIS SANTOS

**Rola percepcji ryzyka i niepewności
w ocenie ryzyka systemowego.
Podejście symulacyjne ABM**

ELŻBIETA RYCHŁOWSKA-MUSIAŁ
**Opcje realne na rynku konkurencyjnym
– gry opcyjne**

MARIUSZ GASZTOŁ,
PIOTR ŚLIWKA

**Wpływ kursu walutowego na wielkość eksportu towarów
z Polski do Niemiec w latach 1995–2013**

TOMASZ KUBIN
**Zagraniczna pomoc finansowa
i reformy gospodarcze w Grecji
w walce z kryzysem oraz ich rezultaty**

WSKAZÓWKI DLA AUTORÓW

1. Redakcja przyjmuje do oceny i publikacji niepublikowane wcześniej teksty o charakterze naukowym, poświęcone problematyce ekonomicznej.
2. Redakcja prosi o składanie tekstów w formie elektronicznej (dokument MS Word na CD, dyskietce lub e-mailem) oraz 2 egzemplarzy wydruku komputerowego. Wydruk powinien być wykonany na papierze A4 z podwójnym odstępem między wierszami, zawierającymi nie więcej niż 60 znaków w wierszu oraz 30 wierszy na stronie, w objętości (łącznie z tabelami statystycznymi, rysunkami i literaturą) do 30 stron. Opracowania podzielone na części powinny zawierać śródtytuły.
3. Wraz z tekstem należy dostarczyć do Redakcji Oświadczenie Autora. Wzór oświadczenia dostępny jest na stronie www.ekonomista.info.pl
4. Do tekstu należy dołączyć streszczenie (200 słów) składające się z uzasadnienia podjętego tematu, opisu metody oraz uzyskanych wyników. Streszczenie powinno zawierać słowa kluczowe (w języku polskim, rosyjskim i angielskim).
5. Przypisy wyjaśniające tekst należy zamieszczać na dole strony, a dane bibliograficzne w tekście – przez podawanie nazwisk autorów i roku wydania dzieła, na końcu zdania w nawiasie. W bibliografii zamieszczonej na końcu tekstu (ułożonej w porządku alfabetycznym) należy podawać:
 - w odniesieniu do pozycji książkowych – nazwisko, imię (lub inicjały imion) autora, tytuł dzieła, wydawcę, miejsce i rok wydania;
 - w przypadku prac zbiorowych nazwisko redaktora naukowego podaje się po tytule dzieła;
 - w odniesieniu do artykułów z czasopism – nazwisko, imię (lub inicjały imion) autora, tytuł artykułu, nazwę czasopisma ujętą w cudzysłów, rok wydania i kolejny numer czasopisma;
 - w przypadku korzystania z internetu należy podać adres i datę dostępu;
 - powołując dane liczbowe należy podawać ich źródło pochodzenia (łącznie z numerem strony).
6. W przypadku gdy artykuł jest oparty na wynikach badań finansowanych w ramach programów badawczych, autorzy są proszeni o podanie źródła środków.
7. Rysunki proste, wektorowe, w czerni. Linie na wykresach i pola mogą być w szarościach – rysunki powinny być czytelne w tej postaci, bez kolorów i efektów specjalnych (np. cieni, faz, płynnych przejść, tekstur, szrafów, efektów przestrzennych). Format wektorowy PDF, EPS, ostatecznie osadzone wykresy z Excela.
8. Nazewnictwo plików – teksty: Autor_Tytuł.docx (np. Jan Kowalski_Gospodarka polska.docx); streszczenia do artykułów: Autor_Streszczenia.docx (np. Jan Kowalski_Streszczenia.docx); ewentualne dodatkowe pliki nazywamy w analogiczny sposób: (np. Jan Kowalski_rysunek01.pdf).
9. Warunkiem przyjęcia tekstu do oceny i dalszej pracy jest podanie przez autora pełnych danych adresowych wraz z numerem telefonicznym i adresem e-mail. Autorzy artykułów są również proszeni o podanie danych do notatki afiliacyjnej: tytuł naukowy oraz nazwa uczelni albo innej jednostki (tylko jedna jednostka). Dane afiliacyjne są zamieszczane w opublikowanych tekstach.
10. Opracowanie zakwalifikowane przez Komitet Redakcyjny do opublikowania na łamach „EKONOMISTY”, lecz przygotowane przez autora w sposób niezgodny z powyższymi wskazówkami, będzie odesłane z prośbą o dostosowanie jego formy do wymagań Redakcji.
11. Materiały zamieszczone w „EKONOMIŚCIE” są chronione prawem autorskim. Przedruk tekstu może nastąpić tylko za zgodą Redakcji.
12. Redakcja nie zwraca tekstów i nie wypłaca honorariów autorskich.

EKONOMISTA

CZASOPISMO

POŚWIĘCONE NAUCE I POTRZEBOM ŻYCIA

ZAŁOŻONE W ROKU 1900

2017

4

POLSKA AKADEMIA NAUK
KOMITET NAUK EKONOMICZNYCH

POLSKIE TOWARZYSTWO
EKONOMICZNE

WYDAWNICTWO
KEY TEXT

WARSZAWA

WYDAWCY

© Copyright by POLSKA AKADEMIA NAUK KOMITET NAUK EKONOMICZNYCH

© Copyright by POLSKIE TOWARZYSTWO EKONOMICZNE

© Copyright by WYDAWNICTWO KEY TEXT

RADA PROGRAMOWA

*Marek Belka, Adam Budnikowski, Krzysztof Jajuga, Wacław Jarmołowicz,
Mieczysław Kabaj, Eugeniusz Kwiatkowski, Aleksander Łukaszewicz,
Wojciech Maciejewski, Jerzy Osiatyński, Stanisław Owsiak, Emil Panek,
Piotr Pysz, Antoni Rajkiewicz, Andrzej Sławiński, Jan Toporowski, Andrzej Wernik,
Jerzy Wilkin (przewodniczący Rady), Michał G. Woźniak*

KOMITET REDAKCYJNY

*Marek Bednarski, Andrzej Czyżewski, Bogusław Fiedor, Marian Gorynia,
Brunon Górecki, Ryszard Kokoszczyński, Joanna Kotowicz-Jawor, Barbara Liberska,
Adam Lipowski (zastępca redaktora naczelnego), Zbigniew Matkowski (sekretarz redakcji),
Elżbieta Mączyńska, Adam Noga, Marek Ratajczak, Eugeniusz Rychlewski,
Zdzisław Sadowski (redaktor naczelny), Tadeusz Smuga, Jan Solarz, Andrzej Wojtyna*

Wydanie publikacji dofinansowane przez Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

Dodatkowe środki finansowe zostały pozyskane przez Komitet Redakcyjny
od sponsorujących uczelni, którym tą drogą składamy podziękowanie:

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie,
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu,
Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu,
Uniwersytet Łódzki,
Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny w Radomiu

Pierwotną wersją czasopisma jest wersja drukowana

Polecamy wersje elektroniczne „Ekonomisty” (e-ISSN: 2299–6184)
na stronie internetowej

www.ekonomista.info.pl

Adres Redakcji: 00–042 Warszawa, ul. Nowy Świat 49, tel. 22 55 15 416 oraz 417
<http://www.ekonomista.info.pl>, redakcja@ekonomista.info.pl

Realizacja wydawnicza

Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., 01–142 Warszawa, ul. Sokołowska 9/410
tel. 22 632 11 36, tel. kom. 665 108 002

www.keytext.com.pl, wydawnictwo@keytext.com.pl

Nakład 305 egz., ark. wyd. 10

Spis treści

Artykuły

Jagoda Anna K A S Z O W S K A, Juan Luis S A N T O S: Rola percepcji ryzyka i niepewności w ocenie ryzyka systemowego. Podejście symulacyjne ABM	369
Elżbieta R Y C H Ł O W S K A - M U S I A Ł: Opcje realne na rynku konkurencyjnym – gry opcyjne	400
Mariusz G A S Z T O Ł, Piotr Ś L I W K A: Wpływ kursu walutowego na wielkość eksportu towarów z Polski do Niemiec w latach 1995–2013	415
Tomasz K U B I N: Zagraniczna pomoc finansowa i reformy gospodarcze w Grecji w walce z kryzysem oraz ich rezultaty.	434

Miscellanea

Piotr M I E L U S: Stała czy zmienna stopa procentowa? O reformie rynku kredytów hipotecznych	457
---	-----

Recenzje i omówienia

Halina Z A D O R A, <i>Kapitał i kryzysy finansowe. Perspektywa historyczna</i> (rec. Marek Lubiński).	473
Tomasz J. D Ą B R O W S K I, <i>Kształtowanie reputacji banku komercyjnego. Podejście symboliczne i substancjalne</i> (rec. Grzegorz Zasuwa)	478

*

Każdy artykuł zawiera streszczenie w języku polskim, angielskim i rosyjskim.

Angielskojęzyczne streszczenia artykułów zamieszczanych w „*Ekonomiście*” są rejestrowane w serwisie „*The Central European Journal of Social Sciences and Humanities*”: <http://cejsh.icm.edu.pl>

Czasopismu „*Ekonomista*” przyznano 14 punktów za publikacje (komunikat Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 3 czerwca 2016 r. w sprawie wykazu czasopism naukowych, na podstawie § 14 ust. 2 rozporządzenia Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 13 lipca 2012 r. w sprawie kryteriów i trybu przyznawania kategorii naukowej jednostkom naukowym).

Contents

Articles

Jagoda Anna KASZOWSKA, Juan Luis SANTOS: The Role of Risk and Uncertainty Perception in Systemic Risk Assessment. The Agent-based Simulation	369
Elżbieta RYCHŁOWSKA - MUSIAŁ: Real Options in a Competitive Market: Option Games	400
Mariusz GĄSZTOŁ, Piotr ŚLIWKA: The Impact of the Exchange Rate on the Volume of Polish Commodity Exports to Germany, 1995–2013	415
Tomasz KUBIN: External Financial Aid and Economic Reforms in Greece as Anticrisis Measures and Their Effects	434

Miscellanea

Piotr MIELUS: Fixed or Variable Interest Rate? On the Reform of Mortgage Loan Market	457
--	-----

Book Reviews

Halina ZADORA, <i>Kapitał i kryzysy finansowe. Perspektywa historyczna (Capital and Financial Crises: Historical Perspective)</i> (rev. by Marek Lubiński)	473
Tomasz J. DĄBROWSKI, <i>Kształtowanie reputacji banku komercyjnego. Podejście symboliczne i substancjalne (Shaping the Reputation of Commercial Bank: Symbolic and Substantial Approach)</i> (rev. by Grzegorz Zasuwa).	478

*

Each article is followed by a summary in Polish, English and Russian.

Abstracts of „*Ekonomista*” are reproduced in the „*The Central European Journal of Social Sciences and Humanities*”: <http://cejsh.icm.edu.pl>

Magazine „*Economist*” awarded 14 points for publications (Communication from the Ministry of Science and Higher Education of 3 June 2016, pursuant to § 14 para. 2 Regulation of the Minister of Science and Higher Education of 13 July 2012 on the criteria and procedure for granting the category of scientific research institutes).

Содержание

Статьи

Ягода Анна К А Ш О В С К А, Хуан Луис С А Н Т О С: Роль перцепции риска и неуверенности в оценке системного риска: имитационный подход АВМ . . .	369
Эльжбета Р Ы Х Л О В С К А - М У С И А Л: Реальные опции на конкурентном рынке – опционные игры	400
Мариуш Г А Ш Т О Л, Петр С Л И В К А: Влияние валютного курса на объемы экспорта товаров из Польши в Германию в 1995–2013 гг.	415
Томаш К У Б И Н: Внешняя финансовая помощь и экономические реформы в Греции в борьбе с кризисом и их результаты	434

Разное

Петр М Е Л У С: Фиксированная или плавающая процентная ставка? О реформе рынка ипотечных кредитов	457
---	-----

Рецензии и обзоры

Халина З А Д О Р А, <i>Капитал и финансовые кризисы. Историческая перспектива</i> (рец. Марек Лубиньски)	473
Томаш Я. Д О М Б Р О В С К И, <i>Формирование репутации коммерческого банка. Символический и субстанциональный подходы</i> (рец. Гжегож Засува)	478

*

Каждая статья сопровождается резюме на польском, английском и русском языках.

Содержание и резюме статей, помещаемых в „Экономисте”, а также в „The Central European Journal of Social Sciences and Humanities”: <http://cejsh.icm.edu.pl>

Журнал „Ekonomista” получил 14 пунктов за публикации (сообщение Министра науки и высшего образования от 3 июня 2016 г. на основании § 14 абз. 2 Распоряжения Министра науки и высшего образования от 13 июля 2012 г. по вопросам критериев и процедуры присуждения научной категории научным единицам).

JAGODA ANNA KASZOWSKA*

JUAN LUIS SANTOS**

Rola percepcji ryzyka i niepewności w ocenie ryzyka systemowego. Podejście symulacyjne ABM¹

Wprowadzenie

Kryzys finansowy 2007–2009 uwydatnił potrzebę prowadzenia badań nad ryzykiem systemowym oraz jego rolę w przyczynach, przebiegu i skutkach kryzysu finansowego. W tym kontekście niezwykle ważne jest usystematyzowanie naszej wiedzy na temat sposobów pomiaru oraz poszukiwanie nowych narzędzi modelowania ryzyka systemowego. Problematyka ta jest również niezwykle ważna w kontekście oceny efektywności rozwiązań regulacyjnych i polityk ostrożnościowych w krajach Unii Europejskiej, w tym również w Polsce.

Przedmiotem niniejszego artykułu jest określenie roli, jaką odgrywa percepcja ryzyka oraz niepewności w kształtowaniu się (generowaniu i amplifikacji) ryzyka systemowego. Percepcja ryzyka i niepewności była przedmiotem badań zarówno w psychologii (Gregory, Mendelsohn 1993), socjologii (Wildavsky, Dake 1990), teorii komunikacji (Kasperson, Kasperson 2005) oraz ekonomii behawioralnej (Tversky, Kahneman 1974; Shiller 2012; Chen 2016a, b). Z punktu widzenia zarządzania i ograniczania ryzyka systemowego niezwykle ważne jest jednak prowadzenie badań na temat roli, jaką percepcja ryzyka i niepewności może odgrywać w rozwoju kryzysów finansowych i mechanizmie zarażania w sektorze finansowym (bankowym) (por. Shiller 2012; Chen 2016a, b).

* Mgr Jagoda Anna Kaszowska – Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Makroekonomii (doktorantka); e-mail: jagoda.kaszowska@gmail.pl

** Dr Juan Luis Santos – Instytut Analiz Ekonomicznych i Społecznych w Madrycie; e-mail: santos.juanluis@gmail.com

¹ Praca powstała w wyniku realizacji projektu badawczego „Analiza zagadnienia ryzyka systemowego w wybranych krajach Unii Europejskiej po wybuchu kryzysu finansowego: Implikacje dla Polski”, o nr 2013/09/N/HS4/03740, finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki, realizowanego pod kierunkiem prof. dr. hab. A. Wojtyny.

W artykule zwraca się uwagę na zróżnicowane oszacowanie ryzyka („percepcję ryzyka”) przez instytucje finansowe oraz na tworzenie się odmiennych wyobrażeń instytucji finansowych o tym, w jaki sposób są postrzegane przez inne podmioty finansowe i gospodarze („percepcja percepcji” niepewności). Dzięki symulacjom wieloagentowym wykazane zostaje, że zmiany percepcji ryzyka oraz „percepcji percepcji” niepewności na rynku mogą prowadzić do utraty płynności przez bank, a w konsekwencji zamrożenia transakcji z kolejnymi bankami na rynku międzybankowym. W tym przypadku dojść może do kaskadowego ogłaszania niewypłacalności przez kolejne banki w wyniku efektu zarażania lub domina (por. Degryse, Nguyen 2004; Elsinger i in. 2003; Drehmann 2002; Wells 2004; Hałaj 2007). W wyniku problemów płynnościowych oraz ogłaszania niewypłacalności przez banki wzrasta ryzyko systemowe², co może prowadzić do niestabilności sektora finansowego (Solarz 2005; Głogowski 2012; Kotyński i in. 2015).

W przygotowanej symulacji wieloagentowej ryzyko systemowe rozumiane jest jako skłonność do rozpadu systemu finansowego (Kaufmann 1996) w wyniku ogłoszenia niewypłacalności przez bank na rynku międzybankowych oraz ewentualnego ogłoszenia upadłości przez następne banki w określonym scenariuszu kontrfaktycznym, i/lub zwiększenia się kredytów niespłacanych lub wycofania depozytów przez podmioty indywidualne w danym scenariuszu kontrfaktycznym³.

W symulacji możliwe jest zliczenie liczby samoczynnych przypadków ogłoszenia niewypłacalności przez banki (*number of induced failures*), w danym scenariuszu kontrfaktycznych dotyczącym płynności oraz liczby i typów uczestników rynku w danej symulacji (w tym roli dealerów rynku pieniężnego). Ponadto można ustalić, jaki udział w rynku mają banki ogłaszające niewypłacalność na rynku międzybankowym przy danych założeniach kontrfaktycznych. Po każdym z etapów uaktualniany jest „wirtualny bilans” dla każdego z banków. Jeżeli w danym okresie (oznaczmy go t) dany bank ogłasza upadłość, to symulacja dostarcza informacji, jaką wartość środków powinien dostarczyć regulator lub o ile wyższy powinien być bufor kapitałowy (w okresie $t - 1$). Symulacja może być również przydatna w rozważaniach na temat ewentualnej interwencji publicznej. Jeżeli według wniosków wyciągniętych na podstawie danych z symulacji bank ogłasza upadłość, ale w konsekwencji nie upadają inne banki, to interwencja publiczna może zostać ograniczona. W przeciwnym razie wymagana jest ingerencja zewnętrzna.

Niewypłacalność banków następuje również w wyniku pogorszenia sytuacji bilansowej banku, w wyniku niespłacania kredytów przez firmy lub „runu” na

² Spada zaufanie do stabilności sektora finansowego oraz wzrasta subiektywne prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzeń systemowych.

³ W praktyce ryzyko systemowe jest określane przez użytkownika systemu jako wysokie, gdy spełnione są trzy warunki: liczba samoczynnych przypadków ogłoszenia niewypłacalności przekracza wartość progową (tzn. gdy udział w rynku upadających banków jest większy niż założona przez zespół ekspercki wartość progowa), gdy następuje znaczny wzrost stopy bezrobocia w systemie symulacyjnym (w module makrofinansowym) oraz obserwujemy stosunkowo duży wzrost kredytów zagrożonych (również w tym przypadku ważne jest określenie wartości progowych, po przekroczeniu których wzrost stopy bezrobocia oraz NPL jest rozumiany jako znaczny).

ROLA PERCEPCJI RYZYKA I NIEPEWNOŚCI W OCENIE RYZYKA SYSTEMOWEGO: PODEJŚCIE SYMULACYJNE ABM

Streszczenie

Przedmiotem rozważań w artykule jest rola percepcji ryzyka i niepewności w kształtowaniu się ryzyka systemowego. Autorzy zwracają uwagę na czynniki wpływające na sposób postrzegania ryzyka przez instytucje finansowe („percepcję ryzyka”) oraz na tworzenie się wyobrażeń, jakie mogą mieć instytucje finansowe o tym, w jaki sposób są postrzegane przez inne podmioty finansowe i gospodarcze („percepcja percepcji niepewności”). Podstawę analizy stanowią symulacje wieloagentowe decyzji uczestników procedury fixingu oraz transakcji na rynku międzybankowym. Model jest częścią projektu umożliwiającego modelowanie zależności między sektorem realnym a finansowym. Opracowany model rynku międzybankowego umożliwia ocenę ryzyka systemowego w Polsce w warunkach określonych w scenariuszu kontrfaktycznym. W artykule przedstawiono wyniki symulacji wycofania części depozytów z polskiego sektora finansowego przy wzroście niepewności na rynkach. Wyniki pozwalają potwierdzić tezę o szczególnej roli subiektywnego prawdopodobieństwa wystąpienia wydarzenia o znaczeniu systemowym oraz zaufania do stabilności sektora finansowego w kształtowaniu się ryzyka systemowego, tzn. w generowaniu podatnej na kryzysy struktury systemu oraz amplifikacji szoków zewnętrznych. Potwierdzona została również zasadność prowadzenia badań nad percepcją ryzyka systemowego w Polsce, analogicznych do badań ankietowych prowadzonych w Wielkiej Brytanii przez BoE.

Słowa kluczowe: ryzyko, niepewność, modelowanie ABM, symulacje, rynek międzybankowy

JEL: D81, C63, G17

THE ROLE OF RISK AND UNCERTAINTY PERCEPTION IN SYSTEMIC RISK ASSESSMENT. THE AGENT-BASED SIMULATION

Summary

This article addresses the role of risk perception and uncertainty in the generation and amplification of systemic risk. The article highlights the factors that influence how financial institutions perceive risk (“perception of risk”) and how financial institutions, in turn, imagine themselves to be perceived by other financial and business entities (“perception of uncertainty”). The analysis is based on agent-based simulations of decisions by participants in the fixing procedure and transactions on the interbank market. This model is a part of a broader project that aims to model the relationship between the economy and the financial sector. The developed model of the interbank market enables the assessment of systemic risk in Poland under the conditions specified in the counterfactual scenarios. The paper presents the results of a simulation of withdrawal of deposits from Polish banks when market uncertainty increases. The results confirm that the subjective probability of occurrence of a systemic event as well as the confidence in financial stability play a crucial role in the generation and amplification of systemic risk. The perception

of risk and uncertainty may affect the resilience of the system. That perception may also make the structure of the financial system more vulnerable to external shocks. The relevance of research on systemic risk perception in Poland, similar to a survey conducted in the United Kingdom by the Bank of England, was also confirmed.

Key words: risk, uncertainty, ABM, simulations, interbank market

JEL: D81, C63, G17

РОЛЬ ПЕРЦЕПЦИИ РИСКА И НЕУВЕРЕННОСТИ В ОЦЕНКЕ СИСТЕМНОГО РИСКА: ИМИТАЦИОННЫЙ ПОДХОД АВМ

Резюме

Предметом рассуждений авторов статьи является роль перцепции риска и неуверенности в формировании системного риска. Авторы обращают внимание на факторы, влияющие на способ восприятия риска финансовыми институтами («перцепцию риска») и на формирование представлений финансовых институтов о том, каким образом они воспринимаются другими финансовыми и экономическими субъектами («перцепция перцепции неуверенности»). Основой анализа является мультиагентная имитация решений участников процедуры фиксинга и сделок на межбанковском рынке. Модель является частью проекта, дающего возможность моделировать связь между реальным и финансовым секторами. Разработанная модель межбанковского рынка позволяет сделать оценку системного риска в Польше в условиях, определенных в контрфактическом сценарии. В статье представлены результаты имитации оттока части депозитов из польского финансового сектора при росте неуверенности на рынках. Результаты позволяют подтвердить тезис об особой роли субъективной вероятности появления события системного значения и доверия к стабильности финансового сектора в формировании системного риска, т.е. в генерировании чувствительной к кризисам структуры системы и амплификации внешних шоков. Была также подтверждена целесообразность проведения исследований перцепции системного риска в Польше, по примеру анкетных исследований, проводимые в Великобритании банком Англии.

Ключевые слова: риск, неуверенность, моделирование АВМ, имитация, межбанковский рынок

JEL: D81, C63, G17

Opcje realne na rynku konkurencyjnym – gry opcyjne

Wprowadzenie

Kiedy w latach 90. XX w. powstawały pierwsze prace wykorzystujące aparat opcji realnych (rzeczowych) w wycenie projektów inwestycyjnych, wrócono tej koncepcji szybki rozwój. Wydawała się być idealną odpowiedzią na potrzeby przedsiębiorstw (zwłaszcza dużych korporacji) w zakresie określania wartości projektów, których specyfika wymykała się sztywnym ramom klasycznych metod wyceny, pomijających potencjał możliwości związanych z projektem. Koncepcja ta pozwalała nadawać mierzalną wartość trudno kwantyfikowalnej wielkości, jaką jest elastyczność. Elastyczność w koncepcji opcji realnych to możliwość aktywnego reagowania na zmieniające się warunki otoczenia gospodarczego, dostosowywanie prowadzonych działań do zachodzących zmian technologicznych. Elastyczność może przyjmować różne formy opisywane poprzez różne rodzaje opcji realnych. Gdy decydent ma możliwość odłożenia rozpoczęcia realizacji w czasie, pojawia się opcja opóźnienia. Inne rodzaje opcji opisują możliwości rezygnacji z prowadzonej działalności, zmiany jej skali poprzez dopasowanie podaży do popytu rynkowego lub przełączanie działalności pomiędzy różnymi procesami lub produktami w prowadzonej działalności.

Wiele międzynarodowych korporacji korzystało z aparatu opcji realnych przy wycenie projektów (m.in. Merck, GlaxoSmithKline, Boeing, General Motors, Hewlett Packard, Morgan Stanley, KGHM Polska Miedź), jednak wykorzystanie opcji realnych w praktyce gospodarczej pozostaje cały czas poniżej oczekiwań środowisk akademickich. Z jednej strony mogą być to powody dotyczące spraw fundamentalnych, takich jak spełnienie założeń niezbędnych w konstrukcji modelu wyceny, z drugiej strony problemy z ustaleniem wiarygodnych wartości pa-

* Dr hab. Elżbieta Rychłowska-Musiał, Katedra Matematyki Stosowanej, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: elzbieta.musial@ue.poznan.pl

rametrów. Nie bez znaczenia jest także fakt, iż w koncepcji opcji realnych ryzyko związane z projektem jest postrzegane jako szansa, a nie zagrożenie. Może to budzić określone obawy u podejmujących decyzje menedżerów. Kolejnym czynnikiem ograniczającym wykorzystanie koncepcji opcji realnych w praktyce gospodarczej jest fakt, iż większość opcji identyfikowanych w projektach to nie są opcje wyłączne, dające posiadaczowi prawo podjęcia decyzji w optymalnym dla niego momencie, lecz opcje powszechne będące w posiadaniu kilku podmiotów, które mogą ze sobą konkurować o zajęcie najkorzystniejszej pozycji na rynku w związku z posiadaną opcją realną. W tego typu opcjach o ich wykonaniu decyduje już wiele dodatkowych czynników. Ten właśnie aspekt opcji powszechnych będzie przedmiotem rozważań w tym artykule. Rozważymy, w jaki sposób uwzględnienie obecności środowiska konkurencyjnego wpływa na wartość opcji realnej, na realizowane przez firmę strategie.

Z jednej strony, koncepcja opcji realnych wydaje się szczególnie użyteczna właśnie na rynkach konkurencyjnych, na których trudno określić w sposób sztywny długofalową koncepcję rozwoju, a gwarancją sukcesu firmy jest często umiejętność elastycznego reagowania na zachodzące zmiany rynkowe. Z drugiej strony, w klasycznej koncepcji opcji realnych nie ma wielu możliwości uwzględniania zachowań konkurencji w wycenie projektu lub budowie strategii. Może to być jednym z czynników ograniczających wykorzystanie koncepcji opcji realnych na rynkach konkurencyjnych.

1. Klasyczna koncepcja opcji realnych

W klasycznej koncepcji opcji realnych mają one zazwyczaj charakter opcji wyłącznych (*proprietary option*), które są własnością jednego podmiotu i decyzje innych uczestników rynku nie mają wpływu na wysokość wypłaty uzyskanej z realizacji opcji. Ma to uzasadnienie w przypadku monopolisty lub przedsiębiorstwa posiadającego licencję, patent lub koncesję. Znaczna część opcji realnych to jednak opcje powszechne (*shared options*), będące współwłasnością większej liczby przedsiębiorstw; wówczas liczba konkurentów i możliwe strategie wykonania inwestycji wpływają na wartość opcji (Smit, Trigeorgis 2004, s. 23).

Wpływ konkurencji w podejściu klasycznym ma charakter egzogeniczny i może być ujmowany w dwojaki sposób. Jeżeli przyjmiemy, że realizacja analogicznego projektu przez konkurenta pozbawia firmę części rynku/przychodów, to miarą tego ubytku wartości projektu może być parametr *convenience yield* (Smit, Trigeorgis 2004, s. 112). Wielkość ta (odpowiednik stopy dywidendy w opcjach finansowych) jest różnie interpretowana, w zależności od rodzaju problemu w opcjach realnych. Zawsze jednak jest odbiciem kosztów, rzeczywistych lub alternatywnych, ponoszonych przez posiadacza opcji. Można też wejście konkurencji na rynek modelować procesem stochastycznym. Zwykle jest to proces Poissona z parametrem $\lambda \geq 0$, przy czym oczekiwany czas realizacji tego zdarzenia jest równy odwrotności

OPCJE REALNE NA RYNKU KONKURENCYJNYM – GRY OPCYJNE

Streszczenie

Wiele międzynarodowych korporacji stosuje aparat opcji realnych przy wycenie projektów inwestycyjnych, jednak zakres tego wykorzystania w praktyce gospodarczej pozostaje poniżej oczekiwań. Celem artykułu jest wskazanie przesłanek, które mogą być przyczyną ograniczonego zastosowania koncepcji opcji realnych do wyceny inwestycji obciążonych ryzykiem przez firmy działające na rynku konkurencyjnym. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych zostało przedstawione jako gra pomiędzy dwoma konkurentami. Wartość projektu jest wyznaczana w koncepcji opcji realnych, zatem problem jawi się jako gra opcyjna. Okazuje się, że konkurencja na rynku sprawia, iż większy wpływ na podejmowanie decyzji inwestycyjnych ma wartość strategiczna projektu niż rachunek ekonomiczny jego opłacalności. Konflikt interesów pomiędzy konkurentami jest jedną z przesłanek małego zainteresowania stosowaniem koncepcji opcji realnych przez firmy działające na rynku w warunkach silnej konkurencji. Warto także podkreślić, iż nieuwzględnienie konkurencji w wycenie opcji inwestycyjnej zawyża jej wartość. W artykule wykorzystano teoretyczne podstawy wyceny opcji i elementy teorii gier, jednak sposób sformułowania problemu i jego rozwiązanie są oryginalne.

Słowa kluczowe: gry opcyjne, opcje realne, konkurencja, teoria gier

JEL: C70, G11, G13

REAL OPTIONS IN A COMPETITIVE MARKET: OPTION GAMES

Summary

Many international corporations use real option valuation of investment project; however, the scale of its application in economic practice is still limited. The aim of the paper is to indicate factors limiting the application of the real options approach to evaluation of risky investments by firms operating in a competitive market. The problem has been formulated and solved using the game theory and real options valuation methods. It appears that in a competitive market the strategic value of the investment project has greater influence on the investment decision than its economic efficiency. Conflict of interests between competitors is one of the reasons why firms operating in a competitive market use real options approach so rarely. It is worth to stress, that if the firm does not take into account its competitor's behaviour, a real option will be overvalued. Real options approach and the basic game theory have been used in the paper, but problem formulation and its solution are original.

Key words: option games, real options, competition, game theory

JEL: C70, G11, G13

РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИИ НА КОНКУРЕНТНОМ РЫНКЕ – ОПЦИОННЫЕ ИГРЫ

Резюме

Многие международные корпорации применяют аппарат реальных опций при оценке инвестиционных проектов, однако диапазон этого применения в экономической практике остается ниже ожиданий. Целью статьи является выявление проблем, которые могут стать причиной ограниченного применения концепции реальных опций для оценки рискованных инвестиций фирмами, действующими на конкурентном рынке. Принятие инвестиционных решений было представлено как игра между двумя конкурентами. Стоимость проекта определяется в концепции реальных опций и таким образом проблема выступает как опционная игра. Оказывается, что конкуренция на рынке ведет к тому, что на принятие инвестиционных решений большее влияние имеет стратегическая стоимость проекта, а не оценка его рентабельности. Конфликт интересов между конкурентами является одной из причин незначительного интереса к применению концепции реальных опций фирмами, действующими на рынке в условиях сильной конкуренции. Следует также подчеркнуть, что неучет конкуренции в оценке инвестиционной опции завышает ее стоимость. В статье использованы теоретические основы оценки опций и элементы теории игр, однако способ постановки проблемы и ее решение оригинальны.

Ключевые слова: опционные игры, реальные опции, конкуренция, теория игр

JEL: C70, G11, G13

MARIUSZ GASZTOŁ*
PIOTR ŚLIWKA**

Wpływ kursu walutowego na wielkość eksportu towarów z Polski do Niemiec w latach 1995–2013

Wstęp

Wraz z coraz większym otwieraniem się gospodarek narodowych rośnie znaczenie wymiany handlowej z zagranicą jako jednej ze składowych wzrostu gospodarczego. W związku z tym potrzeba precyzyjnego określenia czynników wpływających na wyniki eksportu staje się pilnym problemem badawczym, mającym ważne skutki praktyczne. Jednym z czynników wpływających na wielkość eksportu jest kurs walutowy, należący do najważniejszych cen w gospodarce. Biorąc pod uwagę strukturę geograficzną polskiego eksportu, a w szczególności dominujący udział w polskim eksporcie (ale też imporcie) rynku niemieckiego, dużego znaczenia nabiera identyfikacja najważniejszych czynników wpływających na wielkość polskiego eksportu właśnie do Niemiec.

Poniższy artykuł ukazuje wyniki badania wpływu kursu walutowego na polski eksport towarów do Niemiec w latach 1995–2013. Celem badania było określenie siły i uwarunkowań oddziaływania kursu walutowego na wyniki polskiego eksportu towarów na rynek niemiecki na tle innych najważniejszych czynników współoddziałujących na wartość tegoż eksportu. Hipoteza badawcza zakładała, iż kurs walutowy pozostawał jedną z zasadniczych determinant eksportu towarów z Polski do Niemiec w latach 1995–2013.

Główną zaletą przedstawionego badania jest jego nowatorskość, polegająca na zastosowaniu wielorównaniowego modelu wektorowej autoregresji (VAR), który z większą precyzją niż w przypadku modeli jednorównaniowych ukazuje siłę oddziaływania kursu walutowego na tle innych zmiennych wpływających na

* Dr Mariusz Gasztoł – Ministerstwo Spraw Zagranicznych; e-mail: mariusz.gasztoł@msz.gov.pl

** Dr Piotr Śliwka – Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego; e-mail: p.sliwka@uksw.edu.pl

eksport. W modelach VAR każda zmienna jest objaśniana przez siebie samą, swoje własne opóźnienia, przez inne zmienne oraz opóźnienia innych zmiennych. Za wyborem modelu VAR przemawia argument, iż w modelach VAR brak jest podziału na zmienne endogeniczne i egzogeniczne oraz fakt, że modele te posiadają dobre właściwości prognostyczne. Prezentowane w innych pracach metody wykorzystywane do badań powyższych zależności nie uwzględniają potencjalnych współoddziaływań zmiennych, bazując na modelach jednorównaniowych. W literaturze brak jest też badań podejmujących tę problematykę w tak długim horyzoncie czasowym.

1. Wzrost eksportu towarów z Polski do Niemiec i polityka kursowa w Polsce

1.1. Eksport towarów

Współpraca handlowa z Niemcami zajmuje miejsce szczególne w polskiej współpracy gospodarczej z zagranicą. Po przełomie 1989 r. Niemcy stały się pierwszym odbiorcą polskiego eksportu i pozycję tę zajmują do dnia dzisiejszego. O ile eksport wszystkich polskich towarów ogółem w 1991 r. wyniósł ponad 15 mld PLN (wartości w cenach bieżących), o tyle eksport do Niemiec sięgnął prawie 4,5 mld PLN, co stanowiło 29% całego polskiego eksportu. Najwyższy udział Niemiec w polskim eksporcie odnotowano w 1995 r. i wyniósł on przeszło 38%. W 2013 r. na 647 mld PLN całego polskiego eksportu towarów (w cenach bieżących) wartość eksportu trafiającego do Niemiec wyniosła 162 mld PLN, co stanowiło 25% polskiego eksportu (*Rocznik Statystyczny Handlu Zagranicznego*, 1994–2013).

Analiza struktury polskiego eksportu do Niemiec przez pryzmat klasyfikacji SITC dla okresu 1995–2012 umożliwia określenie nasycenia oferty eksportowej poszczególnymi czynnikami produkcji. Potwierdza ona duży i utrzymujący się udział w polskim eksporcie towarów pracochłonnych i surowcuchłonnych.

Wzrost udziału w polskim eksporcie w ogóle, w tym do Niemiec w szczególności, towarów bardziej zaawansowanych technologicznie wiązał się ze stopniowym uruchamianiem w Polsce produkcji opartej na pozyskanych inwestycjach zagranicznych i importowanych nowocześniejszych technologiach. Było to związane m.in. z procesem budowy łańcucha dostaw łączącego kraje Europy Środkowej – w tym Polskę – z Niemcami (tzw. German-Central European Supply Chain – GCESC). Proces ten rozpoczął się już na początku lat 90. XX w., lecz powiązania handlowe krajów Europy Środkowej z Niemcami zwiększały się intensywnie szczególnie od połowy lat 90. XX w. Wtedy to wiele niemieckich firm przeniosło część swojej produkcji do krajów Europy Środkowej, w szczególności do Polski, Czech, Węgier i Słowacji w związku z dużą różnicą kosztów pracy, a jednocześnie bliskością geograficzną i kulturową. W efekcie, choć w ostatnim ćwierćwieczu odnotowano pewną poprawę w tym zakresie, ukształtowany model współpracy han-

**WPLYW KURSU WALUTOWEGO
NA WIELKOŚĆ EKSPORTU TOWARÓW
Z POLSKI DO NIEMIEC
W LATACH 1995–2013**

Streszczenie

Artykuł przedstawia wyniki analizy wpływu kursu walutowego na eksport towarów z Polski do Niemiec w latach 1995–2013. Analiza została wykonana na danych kwartalnych za pomocą modelu wektorowej autoregresji (VAR). Model ten pozwala z większą dokładnością oszacować siłę oddziaływania kursu walutowego na tle innych zmiennych wpływających na eksport (w tym badaniu poza kursem walutowym uwzględniono także wpływ zmian realnego PKB Polski i Niemiec oraz napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski). Otrzymane wyniki wskazują, że oddziaływanie zmian kursu walutowego na polski eksport do Niemiec jest znaczące, ale jego siła zależy od uwzględnianej w badaniu perspektywy czasowej i długości opóźnień reakcji.

Słowa kluczowe: kurs walutowy, eksport, Polska, Niemcy, VAR

JEL: C58, F14, F31

**THE IMPACT OF THE EXCHANGE RATE
ON THE VOLUME OF POLISH COMMODITY
EXPORTS TO GERMANY,
1995–2013**

Summary

The article presents the results of the analysis of the impact of the exchange rate on the volume of Polish commodity exports to Germany in the period 1995–2013. The analysis has been made on quarterly data with a VAR model. The regression equation explaining the dynamics of the export volume included, apart from the exchange rate of the Polish currency, the change in real GDP of Poland and Germany and the inflow of FDI as explanatory variables. The results indicate that the influence of changes in the exchange rate on the volume of Polish commodity exports to Germany is significant, but the strength of this impact depends on the period considered and time lags assumed in regression equations.

Key words: exchange rate, exports, Poland, Germany, VAR

JEL: C58, F14, F31

**ВЛИЯНИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА
НА ОБЪЕМЫ ЭКСПОРТА ТОВАРОВ
ИЗ ПОЛЬШИ В ГЕРМАНИЮ
В 1995-2013 ГГ.**

Резюме

В статье представлены результаты анализа влияния валютного курса на экспорт товаров из Польши в Германию в 1995–2013 гг. Анализ был выполнен на квартальных данных с помощью модели векторной авторегрессии (VAR). Эта модель позволяет с большей точностью оценить силу воздействия валютного курса на фоне других переменных, влияющих на экспорт (в этом исследовании, кроме валютного курса, учтено также влияние изменений реального ВВП Польши и Германии и приток прямых иностранных инвестиций в Польшу). Полученные результаты показывают, что воздействие изменений валютного курса на польский экспорт в Германию является значительным, но его сила зависит от учтенной в исследовании временной перспективы и продолжительности задержки реакции.

Ключевые слова: валютный курс, экспорт, Польша, Германия, VAR

JEL: C58, F14, F31

TOMASZ KUBIN*

Zagraniczna pomoc finansowa i reformy gospodarcze w Grecji w walce z kryzysem oraz ich rezultaty¹

Wprowadzenie

Przyczyny światowego kryzysu gospodarczego, którego symbolicznym początkiem był upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers 15 września 2008 r., zostały już dość dobrze przedstawione w literaturze przedmiotu (Goodhart 2009; Krugman 2009; Nawrot 2009; Rosati 2009; Szymański 2009; Gorzelak, Chor-Ching Goh (red.) 2010; Kołodko 2010; Taylor 2010; Roubini, Mihm 2011; Wojtyna (red.) 2011). Oprócz uwarunkowań o charakterze „ogólnym” (tzn. takich, które wynikają ze specyfiki współczesnego kapitalizmu i gospodarki światowej oraz tych, które w odniesieniu do danego państwa mają charakter „zewnętrzny” i na które państwo to nie ma wpływu) na sytuację gospodarczą i kryzys w Grecji oddziaływało także jej członkostwo w UE i w unii gospodarczej i walutowej (brak możliwości prowadzenia własnej polityki pieniężnej, możliwości wpływania na kurs swojej waluty oraz ograniczenia w swobodzie polityki budżetowej (Magnifico 1973, s. 2; Oręziak 1991, s. 9; Molle 1995, s. 397–398; Kaufmann 1998, s. 171) oraz wewnętrzna polityka gospodarcza władz – szczególnie doprowadzenie do bardzo wysokiego poziomu zadłużenia publicznego (Kupisz 2014; Gruszecki 2012).

Z porównania 42 państw świata według skonstruowanego przez innych autorów wskaźnika syntetycznego² wynika, że Grecja, a po niej Hiszpania i Włochy, to trzy państwa, w których w okresie 2007–2012 skala zmian gospodarczych była

* Dr hab. Tomasz Kubin – Uniwersytet Śląski w Katowicach, Wydział Nauk Społecznych; e-mail: tomasz.kubin@us.edu.pl

¹ Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2013/09/B/HS5/00021.

² Wskaźnik ten został utworzony w wyniku zestawienia pięciu danych: PKB *per capita* w USD w cenach stałych z 2005 r., stopa bezrobocia, kapitalizacja spółek giełdowych wyrażona w USD w cenach bieżących, wartość eksportu towarów i usług wyrażona w USD w cenach stałych z 2005 r. oraz wartość napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto wyrażona w USD w cenach bieżących.

największa (Dzikowska, Gorynia, Jankowska 2015). W istocie Grecja zbankrutowała i bez zewnętrznej pomocy finansowej nie była w stanie spłacać swoich zobowiązań. Wprowadzane w Grecji reformy, będące warunkiem przyznania pomocy w ramach trzech kolejnych programów, trwające wiele miesięcy negocjacje Grecji z instytucjami UE i MFW, kolejne „szczyty” i spotkania „ostatniej szansy” przedstawicieli rządu Grecji i instytucji UE i MFW, nieustanna kontrola nad grecką gospodarką sprawowana przez unijne instytucje i MFW, dynamika wydarzeń na greckiej scenie politycznej (przede wszystkim kolejne wybory do parlamentu, ale także referendum dotyczące przyjęcia przez Grecję planu pomocy finansowej) czy groźba wyjścia (wykluczenia) Grecji ze strefy euro – wszystko to powodowało, że od mniej więcej 2010 r. Grecja niemal bez przerwy skupiała na sobie uwagę opinii publicznej, mediów oraz instytucji UE.

Głównym celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie o to, jakie są gospodarcze rezultaty wprowadzonych w Grecji reform oraz pomocy finansowej z zagranicy otrzymanej przez to państwo. Aby zbadać ten problem, w następnej części artykułu opisano reformy gospodarcze podjęte przez władze Grecji oraz zarysowano najważniejsze fakty dotyczące zagranicznej pomocy finansowej udzielonej Grecji. Podstawą odpowiedzi na postawione pytanie badawcze będzie analiza zmian w sytuacji gospodarczej Grecji w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu gospodarczego i w kolejnych latach. Do tego celu wykorzystane zostanie kilkanaście wskaźników gospodarczych oraz oceny tego kraju w rankingach konkurencyjności gospodarczej. W podsumowaniu zawarto najważniejszy wniosek, tzn. próbę odpowiedzi na postawione pytanie badawcze.

1. Zewnętrzna pomoc finansowa i reformy gospodarcze w Grecji

1.1. Pomoc finansowa

Grecja jest jednym z tych państw UE (inne to Irlandia, Hiszpania, Łotwa, Węgry, Portugalia, Rumunia i Cypr), w przypadku których konsekwencje kryzysu gospodarczego po 2008 r. i pogorszenie się ich sytuacji makroekonomicznej były tak duże, że były zmuszone zwrócić się o pomoc finansową do UE oraz innych organizacji i instytucji międzynarodowych. Środki finansowe pochodzą przede wszystkim ze stworzonych przez UE funduszy (EFSM, EFSF, ESM³), a także z MFW,

³ EFSM – Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej (European Financial Stabilisation Mechanism) został utworzony w 2010 r. W tym samym roku powołano także EFSF, czyli Europejski Instrument Stabilności Finansowej (European Financial Stability Facility), będący spółką celową z ograniczoną odpowiedzialnością i mający charakter tymczasowy. W 2011 r. podjęto decyzję o dodaniu do art. 136 TFUE ustępu o możliwości utworzenia przez państwa UGiW „mechanizmu stabilności”. W rezultacie EFSM i EFSF zostały zastąpione przez ESM (traktat o jego utworzeniu wszedł w życie w 2012 r.), który ma formę organizacji międzyrządowej działającej na podstawie prawa międzynarodowego publicznego, ale jest ściśle związany z UE.

ZAGRANICZNA POMOC FINANSOWA I REFORMY GOSPODARCZE W GRECJI W WALCE Z KRYZYSEM ORAZ ICH REZULTATY

Streszczenie

Grecja to państwo UE najmocniej dotknięte następstwami światowego kryzysu gospodarczego; jest to państwo, które *de facto* zbankrutowało, a formalnemu ogłoszeniu niewypłacalności zapobiegła zagraniczna pomoc finansowa. Aby tę pomoc otrzymać, i w związku z zaistniałą sytuacją gospodarczą, Grecja od kilku lat radykalnie reformuje swoją gospodarkę. Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, jakie są gospodarcze skutki tych reform oraz pomocy finansowej z zagranicy. W artykule omówiono reformy gospodarcze podjęte przez władze Grecji oraz przedstawiono zmiany w sytuacji gospodarczej tego kraju zachodzące pod wpływem tych reform oraz zagranicznej pomocy gospodarczej. Autor twierdzi, że rezultaty wprowadzanych od kilku lat reform, pomocy finansowej z zewnątrz czy umorzenia części zadłużenia Grecji jak do tej pory są bardzo skromne, a problem wyjścia Grecji z kryzysu gospodarczego ciągle pozostaje nierozwiązany.

Słowa kluczowe: polityka makroekonomiczna, finanse publiczne, Grecja, Unia Gospodarcza i Walutowa, Unia Europejska

JEL: E00, E60, F55, H60

EXTERNAL FINANCIAL AID AND ECONOMIC REFORMS IN GREECE AS ANTICRISIS MEASURES AND THEIR EFFECTS

Summary

Greece was most keenly hit by the global economic crisis among all EU countries. As a state, Greece has *de facto* become bankrupt; a formal declaration of insolvency has been avoided thanks to external financial aid received. In this connection, radical economic reforms have been introduced. The article tries to assess economic effects of these reforms and of financial aid from abroad. The article presents major economic reforms undertaken by the Greek government and assesses the changes in the country's economic situation. The author maintains that the results of those reforms and of financial aid received have been quite modest and the way out of the crisis has not been found as yet.

Key words: macroeconomic policy, public finance, economic crisis, Greece, Economic and Monetary Union, European Union

JEL: E00, E60, F55, H60

ВНЕШНЯЯ ФИНАНСОВАЯ ПОМОЩЬ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ РЕФОРМЫ В ГРЕЦИИ В БОРЬБЕ С КРИЗИСОМ И ИХ РЕЗУЛЬТАТЫ

Резюме

Греция это государство ЕС, в котором наиболее остро проявились последствия мирового экономического кризиса; это государство, которое de facto стало банкротом, а формальное объявление банкротства не состоялось благодаря внешней финансовой помощи. В связи с возникшим экономическим положением и обязательствами, обозначенными в условиях предоставления помощи, Греция вот уже несколько лет внедряет экономические реформы. Автор статьи пытается ответить на вопрос, какие экономические последствия появляются в результате этих реформ и внешней финансовой помощи. В статье обсуждаются экономические реформы, предпринятые правительством Греции и рисуется картина изменений в экономической ситуации этой страны, происходящих под влиянием этих реформ и внешней экономической помощи. Автор утверждает, что результаты антикризисных действий, т.е. реформ, внешней финансовой помощи и списания части задолженности Греции, пока не впечатляют, а проблема выхода Греции из экономического кризиса все еще остается нерешенной.

Ключевые слова: макроэкономическая политика, публичные финансы, Греция, Экономический и валютный союз, Евросоюз

JEL: E00, E60, F55, H60

PIOTR MIELUS*

Stała czy zmienna stopa procentowa? O reformie rynku kredytów hipotecznych

Wprowadzenie

Kredyty hipoteczne stanowią ważny składnik bilansu banków. Ze względu na znaczną rozbieżność pomiędzy nominałem kredytu a miesięcznymi dochodami kredytobiorców płatność rat kredytowych jest rozłożona na długi termin. Kredyty hipoteczne generują zatem aktywa długoterminowe banku. Aktywa te wpływają na pozycję płynności, ryzyko kredytowe i ekspozycję stopy procentowej instytucji finansowej. Ponadto kredytobiorca jest narażony na ryzyko braku możliwości obsługi rat kredytowych, co może nastąpić zarówno z przyczyn zależnych, jak i niezależnych od stron kredytu. Wśród przyczyn egzogenicznych można wymienić zmianę poziomu stóp procentowych (dla kredytów zmiennie procentowych) lub zmianę poziomu kursu walutowego (dla kredytów walutowych).

Po doświadczeniach kryzysu wywołanym upadkiem banku Lehman Brothers, co doprowadziło do trwałej deprecjacji walut w krajach wschodzących względem przede wszystkim franka szwajcarskiego, a więc głównej waluty kredytów dewizowych, Komisja Nadzoru Finansowego wprowadziła ograniczenia w stosunku do możliwości udzielania kredytów walutowych podmiotom nieposiadającym naturalnych przychodów w walutach obcych¹. Tym samym tzw. problem kredytów frankowych dotyczy jedynie portfeli udzielonych w przeszłości (głównie w latach 2005–2008), a nie nowych ekspozycji. Z kolei czynnik egzogeniczny w postaci zmiany poziomu stóp procentowych jest nadal niczym nieograniczony. Kredyty złotowe w przeważającej mierze są udzielane na stopę zmienną, co kreuje ryzyko niewypłacalności kredytobiorcy w sytuacji nagłego lub silnego wzrostu stóp procentowych.

* Dr Piotr Mielus – Szkoła Główna Handlowa, Katedra Ekonomii Ilościowej; e-mail: pmielus@sgh.waw.pl

¹ Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie, Komisja Nadzoru Finansowego, czerwiec 2013.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie ekspozycji rynkowej generowanej względem obu stron kredytu i wskazanie zagrożeń z tym związanych. Ze względu na fakt, że większość kredytów w Polsce jest udzielanych na zmienną stopę, warto przedstawić potencjalne scenariusze zagrażające wypłacalności kredytobiorców i zaproponować możliwe rozwiązania prowadzące do zmiany modelu stopy procentowej na rynku kredytowym. Podstawowe pytania podniesione w artykule brzmią:

1. Jakie ryzyka kreuje obecny model rynku kredytów hipotecznych w Polsce?
2. Czy zmiana tego modelu rynku jest celowa i możliwa?

W celu odpowiedzi na postawione wyżej pytania autor poddał analizie ryzyko płynności, kredytowe i rynkowe generowane przez obie strony kontraktu kredytowego oraz przedstawił możliwe rozwiązania minimalizujące wyżej wymienione ryzyka na podstawie doświadczeń z rynków kredytowych w innych krajach, ze szczególnym uwzględnieniem państw Unii Europejskiej.

Struktura artykułu jest podporządkowana weryfikacji postawionych hipotez. W pierwszej części przedstawiono ryzyka leżące po stronie banku i klientów w środowisku stałych i zmiennych stóp procentowych. W drugiej części przedstawiono strukturę kredytów hipotecznych w krajach strefy euro, w krajach UE posiadających waluty narodowe i w najważniejszych krajach spoza UE. Zwrócono uwagę na stosowane rozwiązania ograniczające ryzyko stóp procentowych dla obu stron kredytu. W ostatniej części zaproponowano możliwe rozwiązania związane z implementacją modelu stóp stałych, które mogą być wykorzystane przez środowisko bankowe w celu wzmocnienia stabilności długoterminowego rynku kredytowego. Analiza jest prowadzona z perspektywy kredytodawcy, ponieważ zmiana formy rynku kredytowego jest możliwa wyłącznie z inicjatywy banków oraz regulatorów rynku finansowego.

1. Ryzyka związane z portfelem kredytów hipotecznych

Portfel kredytów hipotecznych, jak każdy zbiór instrumentów finansowych oferowanych na rynku generuje różnorodne ryzyka, wśród których można wyróżnić następujące (Choudhry 2012, s. 40–44):

- ryzyko kredytowe związane z brakiem spłaty kredytu przez klienta,
- ryzyko rynkowe generowane przez wahania stóp procentowych,
- ryzyko płynności spowodowane brakiem zsynchronizowanych przepływów finansowych,
- ryzyko reputacyjne powstałe w relacjach bank–klient na skutek nieadekwatnej sprzedaży.

W zakresie ryzyka kredytowego kredyt hipoteczny ma dwie podstawowe cechy: jest zawierany na długi termin (10–40 lat) oraz jest zabezpieczony hipoteką (a więc kredytowaną nieruchomością). Tym samym stanowi składnik aktywów dłu-

STAŁA CZY ZMIENNA STOPA PROCENTOWA? O REFORMIE RYNKU KREDYTÓW HIPOTECZNYCH

Streszczenie

Polska należy do grupy krajów z dominującą rolą zmiennie procentowych kredytów hipotecznych. Brak ustalonego oprocentowania kredytów rodzi zwiększone ryzyko niewypłacalności po stronie kredytobiorców w sytuacji nagłego i silnego wzrostu stóp procentowych. Doświadczenia innych krajów wskazują, że reżim stałych stóp procentowych w kredytach hipotecznych można wprowadzić w sposób efektywny zarówno dla banków, jak i ich klientów. Autor rozważa możliwe ścieżki wdrożenia kredytów stało procentowych oraz związane z tym korzyści i zagrożenia. Niskie stopy procentowe sprzyjają częściowej konwersji rynku kredytów hipotecznych w stronę kredytów stało procentowych. Przejście do kredytów stało procentowych byłoby korzystne dla stabilności rynku finansowego poprzez zmniejszenie ryzyka wzrostu kosztów odsetkowych po stronie klienta.

Słowa kluczowe: kredyty hipoteczne, ryzyko stopy procentowej, ryzyko reputacyjne

JEL: G15, G21

FIXED OR VARIABLE INTEREST RATE? ON THE REFORM OF MORTGAGE LOAN MARKET

Summary

Poland belongs to the group of countries with the dominant share of mortgage loans given at a variable interest rate. This generates the risk of insolvency on the part of borrowers in case of a sudden and strong rise in the level of interest rates. The experience of many countries shows that fixed rate regime in mortgage loans can be introduced in a way which is effective both for the banks and their clients. The author discusses the possible paths of launching fixed rate loans and the related benefits and risks. Low interest rate environment may facilitate a partial conversion of the mortgage market towards fixed interest rates. This would be beneficial for the stability of the financial market because of the reduction of the credit risk on the part of borrowers.

Key words: mortgage loans, interest rate risk, reputation risk

JEL: G15, G21

ФИКСИРОВАННАЯ ИЛИ ПЛАВАЮЩАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА? О РЕФОРМЕ РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

Резюме

Польша принадлежит к группе стран, где преобладают ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой. Отсутствие фиксированного процента по кредитам увеличивает риск неплатежеспособности кредитополучателей в случае внезапного и сильного роста

процентных ставок. Опыт других стран показывает, что режим фиксированных процентных ставок в ипотечных кредитах может быть эффективен как для банков, так и для их клиентов. Автор рассматривает возможные пути введения кредитов с фиксированной ставкой и связанные с этим выгоды и угрозы. Низкие процентные ставки способствуют частичной конверсии рынка ипотечных кредитов в сторону фиксированных кредитов. Переход к таким кредитам позволил бы поднять стабильность финансового рынка через снижение риска роста затрат на обслуживание кредита кредитополучателями.

Ключевые слова: ипотечные кредиты, риск процентной ставки, репутационные риски

JEL: G15, G21

Halina Zadora, *Kapitał i kryzysy finansowe. Perspektywa historyczna*, Difin, Warszawa 2016, s. 170.

Fundamentem książki jest oryginalny pomysł powiązania koncepcji kapitału, kategorii kluczowej dla gospodarki rynkowej, z typowym dla tego systemu zjawiskiem kryzysów finansowych. Jest to jedna z bardzo nielicznych, jeżeli nie jedyna znana mi propozycja takiego właśnie podejścia. Takie nietuzinkowe podejście determinuje strukturę książki i wyznacza główne kierunki rozważań.

We wstępie autorka wyluszcza swoje credo poznawcze i przedstawia wynikającą z tego koncepcję monografii. Kluczowe jest, jak się wydaje, stwierdzenie, że kapitał rządzi gospodarką światową. Jest to wyraźny sygnał, że autorka posługuje się językiem, który niezbyt mi odpowiada. To nie kapitał rządzi światem, jak dotąd nie jest on bowiem bytem niezależnym, tylko ludzie, którzy nim dysponują. Uznają prawo każdego do posługiwania się skrótami myślowymi pod warunkiem, że nie kryje się za nimi przesłanie ideologiczne. Za wyróżnik swojej pracy autorka uznała kontekst historyczny. Na tle realiów historycznych chce wykazać „że kapitał co do swej istoty nie zmienia się. Jest taki, jaki jest i jaki był zawsze” (s. 8).

Trudno kwestionować zaproponowany kierunek refleksji teoretycznej, jednak niektóre szczegółowe zapisy użyte przy jej prezentacji budzą wątpliwości. Dyskusyjna jest opinia, że „Warunki ekonomiczne nie są niezmiennie. Kształtują je teorie ekonomiczne i państwa, które czerpią z nich pomysły i w ramach polityki gospodarczej wprowadzają je w życie” (s. 7). Niewątpliwie prawdziwe jest pierwsze cytowane zdanie, uważam jednak, że nie należy przeceniać wpływu obydwu czynników wymienionych w drugim zdaniu na warunki ekonomiczne, tym bardziej że takie podejście nie pozostawia miejsca dla autonomicznych, endogenicznych procesów gospodarczych. Ponadto inspiracją dla teorii ekonomicznych bywała ewolucja warunków gospodarowania. Konieczność rozwiązania niesionych przez życie problemów wyznacza kierunki refleksji teoretycznej.

Oprócz zdziwienia pojawia się również niezrozumienie takiego na przykład zdania: „A ponieważ kapitał z racji swej roli nadaje ton teoriom ekonomicznym, to i on podlega niustannym zmianom” (s. 7). Moje niezrozumienie ma dwa aspekty. Po pierwsze, nie pojmuję, na czym polega nadawanie tonu. Czy „kapitał” dyktuje uczonym jedynie słuszne poglądy, czy ekonomiści są tak bezwolni, że tracili zdolność do racjonalnych sądów i głoszenia własnych opinii. Chyba że chodzi o to, że kapitał znajduje się w centrum dociekań ekonomicznych. Niejasny jest także ciąg myślowy, z którego wynika, że kapitał podlega niustannym zmianom dlatego, że nadaje ton teoriom ekonomicznym.

Rozdział pierwszy został poświęcony proponowanym przez różnych ekonomistów sposobom rozumienia kapitału. Przedstawione w tym rozdziale teorie „znalazły odniesienie w najbardziej ogólnym spojrzeniu na wartościotwórczą naturę kapitału jako na świadczącego usługi” (s. 20).

Trudno polemizować z prezentacją poglądów poszczególnych ekonomistów, jednak niejako na marginesie pojawiają się myśli trudne do zaakceptowania, chociażby taka: „W XX i XXI w. rozwinęła się «postępowa» wizja zadłużenia publicznego, oparta na

ry”. Opinię tę można zakwestionować z kilku względów. Po pierwsze, zabrakło pozycji kluczowych dla omawianej problematyki, żeby wymienić chociażby *The Pure Theory of Capital* Friedricha Augusta von Hayeka⁵.

Po drugie, wśród cytowanych książek dominują pozycje autorów polskich. Jestem jak najdalszy od chęci deprecjonowania dorobku ekonomistów rodzimych, ale przy pełnym szacunku dla ich dokonań uważam, że należało baczniej przyjrzeć się temu, co dzieje się za przysłowiową miedzą. Po trzecie, wiele cytowanych publikacji ma jedynie luźny związek z głównym nurtem rozważań i wprawdzie dobrze świadczy o erudycji autorki, to jednak odwoływanie się do nich nie było konieczne.

Za walor książki recenzentka uznała także przypomnienie i odwołanie się do dorobku Karola Marksa, Róży Luksemburg czy, uzupełniając tę listę z własnej inicjatywy, Rudolfa Hilferdinga. Faktem jest, że ich dokonania zostały zapomniane, ale pojawia się pytanie, czy faktycznie godne są przypomnienia z perspektywy innej niż historia myśli ekonomicznej. Być może źródłem moich wątpliwości są resentymenty z okresu, gdy pobierałem nauki, a wymienieni autorzy byli kreowani, jak się okazało w dłuższej perspektywie bezskutecznie i chyba bez głębszego uzasadnienia, na koryfeuszy nauki. Natomiast niezależnie od moich osobistych uprzedzeń za swoisty nietakt ze względu na znaczenie w rozwoju nauk ekonomicznych uważam zestawienie Marksa i Böhm-Bawerka.

Reasumując, uważam, że recenzowana książka niesie pokaźny ładunek wiedzy, chociaż niejednokrotnie kontrowersyjnej.

Marek Lubiński

Tomasz J. Dąbrowski, *Kształtowanie reputacji banku komercyjnego. Podejście symboliczne i substancjalne*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2016, s. 345.

Ostatni kryzys finansowy nie tylko wstrząsnął gospodarkami wielu państw. Znajdujące się u jego podstaw nietyczne praktyki największych banków w drastyczny sposób obniżyły zaufanie społeczeństwa do całego sektora instytucji finansowych. Z tego względu powstają uzasadnione wątpliwości, czy banki zasługują nadal na miano instytucji zaufania publicznego. Uprawnione wydaje się więc stwierdzenie, że kryzys finansowy doprowadził do kryzysu reputacji banków. W takich warunkach szczególnego znaczenia nabiera wiedza na temat reputacji, jej determinantów oraz konsekwencji. Monografia Tomasza J. Dąbrowskiego, podejmująca problem kształtowania reputacji banku komercyjnego, dotyczy więc aktualnego oraz niezwykle istotnego zagadnienia zarówno dla sektora banków, jak i całego społeczeństwa.

Recenzowana publikacja jest bez wątpienia wartościową rozprawą utrzymaną w nurcie nauk ekonomicznych. Jej celem jest „identyfikacja obszarów, zarządzanie którymi odgrywa kluczową rolę z punktu widzenia kształtowania reputacji banków komercyjnych oraz ustalenie, jakie podejście do zarządzania w zidentyfikowanych newralgicznych obszarach dominuje w tych podmiotach” (s. 11). Realizując taki cel, Tomasz J. Dąbrowski podjął interesujące, wnikliwe oraz krytyczne rozważania o charakterze teoretycznym, któ-

⁵ F.A von Hayek, *The Pure Theory of Capital*, University of Chicago Press, Chicago 2007.

re następnie wzbogacił wynikami własnych badań empirycznych. Wykorzystana literatura jest obszerna (ponad 434 pozycje), aktualna i dobrze dobrana. Stanowią ją w większości teksty publikowane na łamach prestiżowych czasopism naukowych poświęconych tematyce komunikacji oraz reputacji, takich jak „Corporate Reputation Review”, które jest redagowane przez C. Fombruna i C. van van Riela, będących pionierami badań na temat reputacji. W tym miejscu należy zauważyć, że autor recenzowanej monografii nie ignoruje rodzimego dorobku w zakresie podejmowanego tematu, poprawnie odwołując się do relewantnych pozycji z krajowej literatury przedmiotu.

Autor słusznie rozpoczyna rozważania od wyjaśnień o charakterze terminologicznym, rozgraniczając pojęcia: tożsamość, wizerunek i reputacja, które są często błędnie utożsamiane ze sobą. Klarowne wyjaśnienia Tomasza J. Dąbrowskiego pokazują czytelnikowi w przystępny, a zarazem niezwykle precyzyjny i merytoryczny sposób różnice i podobieństwa między tymi konstruktami. W proponowanym ujęciu tożsamość jawi się jako immanentna cecha organizacji (w tym banku), będąca tym, „co jest uznawane przez organizację za określające jej istotę, wyróżniające i ciągłe” (s. 44). Wizerunek natomiast „stanowi całościowe, subiektywne wyobrażenie, jakie ma jednostka lub grupa o danym obiekcie” (s. 49). Reputacja banku zaś to stabilna jego ocena przez interesariuszy, dotycząca „zdolności i gotowości do sprostania ich oczekiwaniom i dostarczania im wartości” (s. 62). Na uwagę zasługuje tutaj fakt, że poczynione wyjaśnienia mają nie tylko charakter porządkujący pojęcia, przez precyzyjne ich rozgraniczenie. Ukazanie tożsamości jako faktycznej cechy organizacji, która formuje wyobrażenia na jej temat i następnie prowadzi do ukształtowania się reputacji, ma doniosłe znaczenie dla prawidłowej konceptualizacji procesów opisujących budowanie reputacji.

Kontynuując spójny i logiczny wywód, w dalszej części ocenianej monografii dokonano krytycznego przeglądu najważniejszych modeli opisujących proces kształtowania reputacji. Tutaj autor słusznie rozpoczyna przegląd literatury od modelu C.J. Fombruna i M. Shanleya, który jest jedną z pierwszych prób formalnego ujęcia procesu tworzenia reputacji. Pokazując rozwój wiedzy na ten temat, Tomasz J. Dąbrowski dokonuje charakterystyki także innych modeli, w tym autorstwa S. Wescott Alesandri, V.P. Rindovej, G.R Dowlinga, S. Highouse’a, M.E. Brooks i G. Gregarusa oraz J.F. Mahona. Wspomniana charakterystyka ukazuje nie tylko podstawowe tezy prezentowanych modeli, ale – co równie ważne – wskazuje obszary, gdzie występują luki w teorii.

Odnosząc się do zidentyfikowanych braków oraz mankamentów dotychczasowych teorii, autor w pierwszej kolejności podejmuje rozważania nad rolą mediów w kształtowaniu reputacji, przyjmując, że reputacja tworzy się w warunkach niepełnej informacji. To umiejętne nawiązanie do dorobku medioznawstwa jest interesujące i cenne, ponieważ Tomasz J. Dąbrowski rozwiewa tutaj jeden z mitów głoszący, że to media całkowicie determinują obraz świata. Przedstawione wnioski z dotychczasowych badań wskazują na ważną, lecz drugorzędną rolę mediów w tworzeniu reputacji. Media jawią się tutaj jako istotny środek wzrostu i umacniania reputacji przedsiębiorstw. Kluczową zaś rolę w jej budowaniu odgrywa sama organizacja. Tę obserwację należy uznać za szczególnie cenną, ponieważ pokazuje ona, że to od jednostki gospodarczej, w tym banku, zależy w największym stopniu reputacja, jaka kształtuje się u jej interesariuszy.

Tworzona reputacja jednostki gospodarczej nie zależy jednak jedynie od niej samej. Dobrze ukazują ten fakt dalsze rozważania, gdzie zwrócono m.in. uwagę, na znaczenie sytuacji kryzysowych oraz sposobu utrzymywania relacji z interesariuszami. Wnioski, do których dochodzi autor, sugerują, że nie każdy kryzys, jaki spotyka organizację, musi prowadzić do zniszczenia dobrej reputacji. Koszty kryzysów zależą bowiem od ich rodzajów oraz dotychczasowego sposobu postępowania przez organizację. Dalsze rozważania na

PROMOCJA

do 31.12.2017

Katarzyna Sobańska-Helman
Piotr Sieradzan

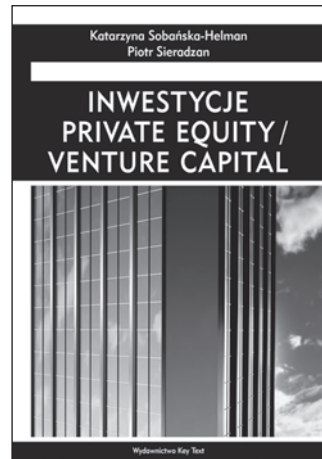
Inwestycje Private Equity/Venture Capital

wydanie 2 zmienione

format B5
oprawa miękka lub twarda
402 strony

Teoretyczne i praktyczne kompendium wiedzy o szczegółach procesu inwestycyjnego i współpracy z funduszami private equity/venture capital.

- przygotowania przedsięwzięcia (biznesplan, due diligence, wycena spółki)
- umowa inwestycyjna
- monitorowanie spółek portfelowych, raportowanie
- dezinwestycje (IPO, trade sale, FIBO, MBO, buy back, write-off)
- aspekty podatkowe inwestycji i dezinwestycji
- przykłady zrealizowanych projektów
- analiza polskiego i europejskiego rynku private equity/venture capital

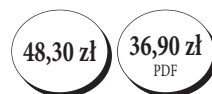
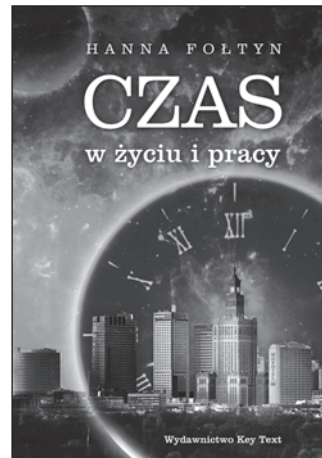


Hanna Fołtyn

Czas w życiu i pracy

format B5
oprawa miękka
260 stron

Książka o czasie, traktowanym jako dobro rzadkie. Składa się z dwóch części. Pierwsza część prezentuje filozoficzne podejście do czasu. Znajduje się tu przegląd wielu interesujących koncepcji związanych z definicją czasu, jego mierzaniem, kategoriami i związkami z przestrzenią. Przedstawia się postrzeganie czasu przez pryzmat jego ograniczenia, kalendarzy, względności w odczuwaniu czasu, koncepcji wykorzystywania przeszłości, teraźniejszości i przyszłości, zwraca się uwagę na pośpiech i przyspieszenie, jakie pojawia się współcześnie w naszym życiu. Znajdują się tu także propozycje pozyskiwania czasu, a przynajmniej jego lepszego wykorzystywania poprzez organizację przestrzeni, zarządzanie projektami i własne doskonalenie. Druga część ma ścisły związek z czasem pracy. Z jednej strony przedstawia się czas jako atut funkcjonowania organizacji w znaczeniu szybkości ich działania, konkurencji, strategii i sposobów jego kompresji. Z drugiej jako przedmiot zarządzania. Szczególną uwagę zwraca się na czas pracy menedżerów, sposób analizy i doskonalenie ich pracy poprzez planowanie i organizowanie działań.



**Cena promocyjna
zestawu**



Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., 01-142 Warszawa, ul. Sokołowska 9/410
tel. 22 632 11 36, kom. 665 108 002

www.keytext.com.pl

wydawnictwo@keytext.com.pl



UNIWERSYTET
MIKOŁAJA KOPERNIKA
W TORUNIU

Wydział Nauk Ekonomicznych
i Zarządzania



AACSB
ACCREDITED



HR EXCELLENCE IN RESEARCH

**Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania UMK
jest pierwszą i jedyną uczelnią publiczną w Polsce,
która otrzymała niezwykle prestiżową akredytację biznesową AACSB.**

Obecnie akredytację tę posiada **elitarnie grono
mniej niż 5% wszystkich szkół biznesu na świecie**
(łącznie 740 instytucji z blisko 50 krajów).

Każdy absolwent, oprócz świadectwa ukończenia
studiów podyplomowych WNEiZ, otrzymuje certyfikat
potwierdzający ukończenie studiów podyplomowych
w instytucji akredytowanej AACSB.

Oferujemy **Studia Podyplomowe** w zakresie:

- Audyty wewnętrzny sektora finansów publicznych
- Budowanie kompetencji menedżerskich liderów biznesu
- Business Controlling
- Executive Master of Business Administration
- Lean Logistics
- Rachunkowość
- Zarządzanie jakością „Menedżer Jakości”
- Zarządzanie jednostkami ochrony zdrowia
„Kopernikańska Akademia Menedżera Służby Zdrowia”
- Zarządzanie projektami „Project Management”
- Zarządzanie zasobami ludzkimi

Więcej informacji na stronie: <http://econ.umk.pl/studia-podyplomowe>
lub pod numerem telefonu: 00 48 56 46 40

Tylko prenumerata zapewni
regularne otrzymywanie
czasopisma

EKONOMISTA

Warunki prenumeraty

- **Wydawnictwo Key Text**

Zamówienia na prenumeratę na 2017 r. oraz na sprzedaż egzemplarzową należy składać na stronie: www.ekonomista.info.pl lub wysłać zamówienie na adres wydawnictwo@keytext.com.pl z podaniem dokładnych danych.

Ceny na 2017 r.: **352,80 zł** – prenumerata krajowa wersji drukowanej,
404,46 zł – prenumerata wersji łączonej (druk + PDF),
58,80 zł – jeden numer w wersji drukowanej,
49,20 zł – jeden numer w wersji elektronicznej (PDF),
67,41 zł – jeden numer wersji łączonej (druk + PDF).

Zamówienia na prenumeratę przyjmowane są na okres nieprzekraczający jednego roku. Cena prenumeraty za okres obejmujący kilka numerów (niepełny rok) jest wielokrotnością ceny jednego numeru. Prenumerata rozpoczyna się od najbliższego numeru po dokonaniu wpłaty na rachunek bankowy Wydawnictwa nr: 64 1160 2202 0000 0001 1046 1312

Egzemplarze drukowane wysyłamy ekonomiczną przesyłką rejestrowaną, spersonalizowane PDF-y na podany w zamówieniu adres e-mail.

Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., ul. Sokołowska 9/410, 01-142 Warszawa
tel. +48 22 632 11 36, kom. +48 665 108 002

- **RUCH S.A.**

Zamówienia na prenumeratę w wersji papierowej i na e-wydania można składać bezpośrednio na stronie www.prenumerata.ruch.com.pl. Ewentualne pytania prosimy kierować na adres e-mail: prenumerata@ruch.com.pl lub kontaktując się z Centrum Obsługi Klienta „RUCH” pod numerami: 22 693 70 00 lub 801 800 803 – czynne w dni robocze w godzinach 7⁰⁰ – 17⁰⁰. Koszt połączenia wg taryfy operatora.

- **Kolporter S.A.** – pren-kold@kolporter.com.pl, +48 22 35 50 471 do 478

- **Garmond Press S.A.** – prenumerata.warszawa@garmondpress.pl, +48 22 837 30 08

Ekonomista 2017, nr 4, s. 363–482

Cena 49,20 zł (w tym 23% VAT)