



Krzysztof Biegun

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Polityki Ekonomicznej i Europejskich Studiów Regionalnych
krzysztof.biegun@ue.w.pl

INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH POLSKI I STREFY EURO

Streszczenie: W artykule dokonano oceny stanu zaawansowania procesu integracji rynków finansowych Polski i strefy euro. W pierwszej części przeprowadzono teoretyczną analizę wpływu procesu integracji rynków finansowych na tempo wzrostu gospodarczego. W części drugiej przeprowadzono badania empiryczne stopnia integracji rynków finansowych Polski i strefy euro. W części trzeciej zawarto rozważania dotyczące wpływu procesu integracji Polski ze strefą euro na kierunki rozwoju i efektywność polskiego rynku finansowego.

Słowa kluczowe: integracja finansowa, integracja Polski ze strefą euro, wzrost gospodarczy.

Wprowadzenie

Związek pomiędzy rozwojem i integracją rynków finansowych a wzrostem gospodarczym jest zagadnieniem poruszonym w literaturze relatywnie często, jednakże w dostępnych publikacjach trudno doszukać się konsensusu w zakresie oceny skali, w jakiej rozwój rynków finansowych determinuje wzrost gospodarczy.

Wśród czynników wynikających z postępów procesu integracji finansowej, a sprzyjających wzrostowi gospodarczemu, należy wymienić: redukcję kosztów transakcyjnych, obniżenie kosztów pozyskania kapitału, wzrost konkurencyjności sektora finansowego oraz tworzenie dodatkowych możliwości w zakresie podziału ryzyka (risk sharing). Integracja rynków finansowych ułatwia przedsiębiorcom wejście na nowe rynki, a także wykorzystanie korzyści skali. Z drugiej jednak strony mogą się pojawić zagrożenia (ich znaczenie podkreślił kryzys finansowy), takie jak przyspieszone „zarażanie” się poszczególnych regionów

szokami makroekonomicznymi. Coraz częściej na zachowania inwestorów wpływają też czynniki pozamerytoryczne, które na globalnym rynku finansowym mogą mieć realny wpływ na cenę kapitału, a więc i tempo wzrostu gospodarczego poszczególnych regionów.

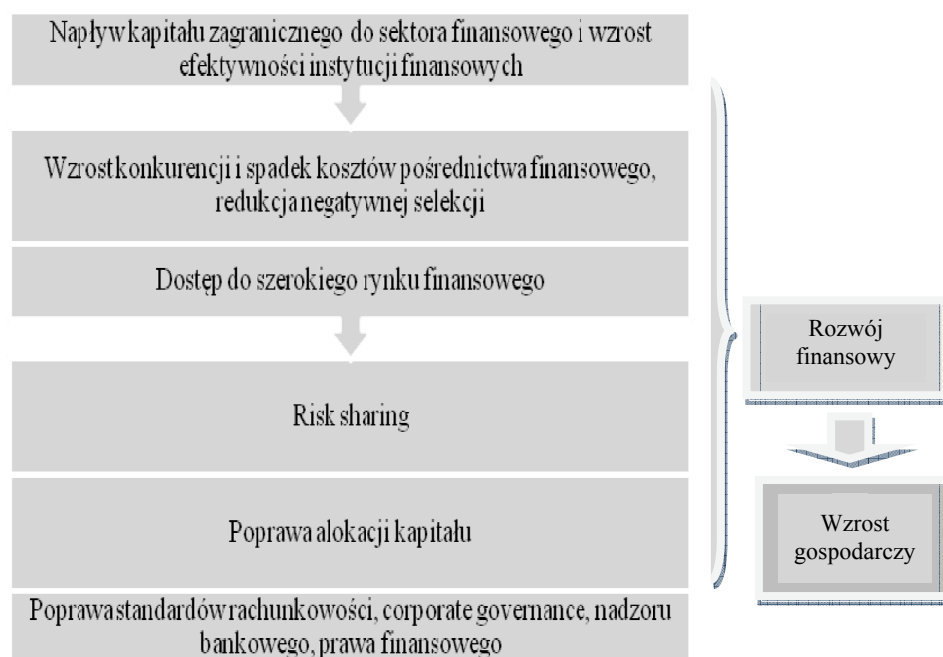
Celem artykułu jest ocena stanu zaawansowania procesu integracji rynków finansowych Polski i strefy euro oraz wskazanie, w jaki sposób postępy w tym obszarze mogą się przełożyć na wzrost gospodarczy. W pierwszej części przedstawiono teoretyczną analizę efektów integracji rynków finansowych na wzrost gospodarczy. W związku z aspiracjami naszego kraju do przyjęcia euro, w analizie uwzględniono problematykę funkcjonowania unii walutowych. Część druga zawiera empiryczną analizę stopnia integracji rynków finansowych Polski i strefy euro. Część trzecia zawiera rozważania dotyczące wpływu procesu integracji Polski ze strefą euro na efektywność rynku finansowego i potencjalny wzrost gospodarczy.

1. Przegląd literatury

Już Schumpeter podkreślał szczególną rolę sektora finansowego pozwalającą na usprawnianie alokacji kapitału, mobilizowanie oszczędności, zarządzanie ryzykiem, ograniczanie kosztów transakcyjnych [Schumpeter, 1960, s. 72-85, 155-202].

Greenwood i Jovanovic doszli do wniosku, że pośrednicy finansowi generują informacje wyższej jakości niż pozostali uczestnicy rynku, poprawiając trafność założeń *ex ante* czynionych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, i pozwalają tym samym na lepszą alokację czynników produkcji i – w efekcie – szybszy wzrost gospodarczy [Greenwood, Jovanovic, 1990].

Odmienne stanowisko prezentują jednak Allen i Gale, którzy uważają, że w pewnych warunkach pośrednicy finansowi mogą dostarczać zbyt dużo sprzecznych ze sobą informacji. W dobie powszechnego dostępu do informacji różnice w podejmowanych przez podmioty rynkowe decyzjach inwestycyjnych odzwierciedlają (zdaniem autorów) raczej różnice w poglądach inwestorów jeszcze sprzed rozpoczęcia oceny projektów niż różnice w dostępie do informacji [Allen, Gale, 1999]. Zarzut ten może nabierać mocy wraz z rozwojem powszechnie dostępnych sieci informacyjnych (Internet, ogólnosiwiatowe biznesowe stacje telewizyjne, agencje prasowe itd.).



Rys. 1. Teoretyczny związek między międzynarodową integracją rynków finansowych a rozwojem finansowym i wzrostem gospodarczym

Źródło: Bukowski [2011].

Kolejnym elementem wpływu rynków finansowych na wzrost gospodarczy jest dywersyfikacja ryzyka. Zakładając, że inwestorzy mają skłonność do unikania ryzyka, a mniej ryzykowne inwestycje mają zazwyczaj niższą stopę zwrotu, dzięki zróżnicowaniu instrumentów w portfelu można prowadzić bardziej efektywne inwestycje, nadal ponosząc ryzyko na akceptowalnie niższym poziomie. Piszą o tym m.in. Devereux, Smith [1994].

Wydaje się jednak, że znaczące zwiększenie wielkości inwestycji, a tym samym – przyspieszenie wzrostu dzięki dywersyfikacji ryzyka jest możliwe na rozwiniętym rynku finansowym. Czynnikiem ten będzie zatem znaczącym elementem przyspieszania wzrostu raczej w krajach relatywnie bogatych, niż w tych będących na niższym poziomie rozwoju gospodarczego.

Na poziomie międzynarodowym gospodarki będą miały tendencję do rozwoju tych gałęzi gospodarki, w których mają korzyści komparatywne, dywersyfikując jednocześnie ryzyko wynikające z tej specjalizacji dzięki międzynarodowym rynkom finansowym [Allen, Carletti, Qian, Valenzuela, 2013].

W tym modelowym kierunku wydaje się iść Norwegia czy niektóre kraje arabskie eksportujące ropę naftową. W takim ujęciu rozwój międzynarodowych rynków finansowych pozwalałby na ograniczanie ryzyka asymetrycznych szoków makroekonomicznych, co – jak pokazał ostatni kryzys – nie zawsze ma miejsce.

2. Ocena stanu zaawansowania integracji finansowej

Integracja finansowa wymaga podobieństwa struktury rynków finansowych, regulacji finansowych i infrastruktury finansowej.

Relację aktywów sektora finansowego do PKB dla Polski, strefy euro i wybranych krajów Europy Środkowej i Wschodniej zawiera tabela 1.

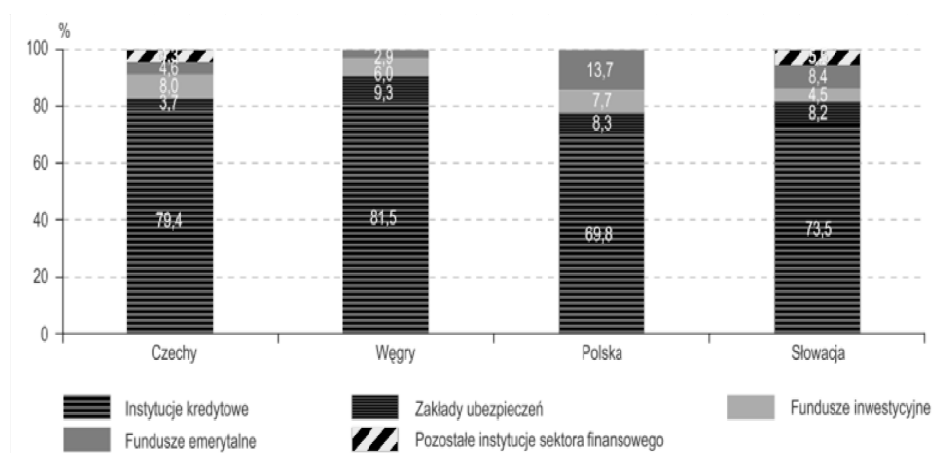
W okresie 2010-2013 relacja aktywów sektora finansowego do PKB zwiększała się w przypadku Polski, jednak skala pośrednictwa finansowego nadal znacznie odbiega od średniej dla strefy euro.

Tabela 1. Aktywa systemu finansowego w relacji do PKB w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2009-2012 (w %)

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013
Polska	116,2	116,4	121,2	126,1
Czechy	140,7	147	153,2	167
Węgry	166,8	150,7	137,5	136,4
Strefa euro	493	493,8	498,3	480,8

Źródło: NBP [2013., s. 22].

W Polsce, podobnie jak w innych krajach regionu, sektor bankowy nadal odgrywał główną rolę w systemie finansowym (patrz rys. 2). Elementem wyróżniającym pozostawał relatywnie duży udział funduszy emerytalnych w aktywach finansowych.



Rys. 2. Struktura systemów finansowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej na koniec 2012 r. według wartości aktywów

Źródło: NBP [2012, s. 11].

Tabela 2. Stopień rozwoju sektora bankowego (banki komercyjne i spółdzielcze) w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2010-2012 (w %)

Wyszczególnienie	Atywa/PKB			Pasywa/PKB			Depozyty/PKB		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Polska	83,3	83,5	84,6	51,4	50,0	50,3	44,8	44,8	46,6
Czechy	117,1	120,5	132,4	54,9	55,9	57,4	73,6	78,6	79,8
Węgry	104,2	93,8	87,8	50,7	43,8	40,4	36,0	35,4	33,3
Strefa euro	355,8	344,8	317,8	105,7	103,2	99,9	80,4	83,1	85,8

Źródło: NBP [2013, s. 24].

Tabela 3. Regulacje rynków finansowych w UE

Kraje	Wskaźnik syntetyczny	Wskaźniki cząstkowe							
		1	2	3	4	5	6	7	8
Strefa euro									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Belgia	4,8	6,1	5,2	3,9	4,0	3,5	4,7	5,0	7,0
Niemcy	4,5	5,8	5,1	4,0	3,0	3,0	4,9	4,5	7,0
Estonia	4,5	5,1	4,3	3,7	2,9	3,2	5,4	4,8	7,0
Irlandia	3,4	4,7	4,1	2,9	1,9	2,2	1,4	3,9	8,0
Grecja	3,5	4,6	3,9	3,2	2,2	2,2	4,6	4,0	3,0
Hiszpania	4,1	5,6	5,0	3,3	2,4	2,7	5,2	3,7	6,0
Francja	5,0	5,9	5,4	4,9	3,2	3,0	5,9	5,4	7,0
Włochy	3,7	4,6	3,5	3,6	2,2	2,2	5,6	4,3	3,0
Cypr	4,8	5,3	4,6	3,5	3,9	3,2	5,6	4,8	9,0

cd. tabeli 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Luksemburg	5,3	6,3	5,8	4,3	4,4	4,1	6,0	5,8	7,0
Malta	5,1	5,3	5,0	4,5	4,1	3,0	6,4	5,3	.
Holandia	4,9	6,1	5,4	4,1	3,9	3,9	5,3	5,2	6,0
Austria	4,6	5,8	5,2	3,6	3,2	2,9	5,6	4,7	7,0
Portugalia	4,0	5,4	4,9	3,4	2,7	2,6	4,7	4,9	3,0
Słowenia	3,6	4,3	4,1	2,8	2,3	2,4	4,1	4,1	5,0
Słowacja	4,4	5,2	4,2	2,5	3,0	2,6	5,8	4,0	9,0
Finlandia	5,3	5,8	5,6	4,1	4,5	4,2	6,5	5,9	7,0
Pozostałe kraje UE									
Bułgaria	4,0	3,9	3,4	3,3	3,1	2,6	4,7	3,7	8,0
Czechy	4,3	5,2	3,7	3,5	2,9	2,4	6,0	4,7	6,0
Dania	5,0	5,7	5,0	4,2	3,6	3,4	5,0	5,5	9,0
Łotwa	4,2	4,4	4,2	2,9	2,6	2,7	4,5	4,1	9,0
Litwa	3,9	4,4	4,1	3,2	2,2	2,2	4,9	4,5	5,0
Węgry	4,1	5,1	3,8	2,8	2,4	2,1	5,2	4,8	7,0
Polska	4,6	4,8	4,3	3,7	2,7	2,4	5,4	5,0	9,0
Rumunia	3,9	3,9	3,6	3,2	2,6	2,5	4,5	3,7	8,0
Szwecja	5,2	6,3	5,6	4,9	4,5	4,3	6,2	6,9	5,0
Wielka Brytania	4,9	6,3	5,4	4,6	3,0	3,4	4,5	5,1	9,0

Uwaga: wskaźniki cząstkowe: 1 – możliwy dostęp do usług finansowych, 2 – osiągalny dostęp do usług finansowych, 3 – finansowanie za pośrednictwem lokalnego rynku akcji, 4 – łatwość dostępu do kredytów, 5 – możliwy dostęp do kapitału podwyższonego ryzyka, 6 – zdrowa sytuacja finansowa banków, 7 – regulacje dotyczące papierów wartościowych i giełd, 8 – indeks ochrony prawnej. Wskaźnik ogólny oraz pierwszych siedem wskaźników cząstkowych przyjmują wartość od 1 do 7. Natomiast wartość indeksu ochrony prawnej może wynosić od 0 do 10. Im wyższy jest wskaźnik, tym lepsza jest regulacja rynków finansowych.

Źródło: Schwab (red.) [2011].

Regulacje rynków finansowych w państwach UE przedstawia tabela 3. Zawarto w niej syntetyczny wskaźnik rozwoju rynków finansowych oraz wskaźniki cząstkowe odnoszące się do dostępu do usług finansowych, finansowania za pośrednictwem lokalnego rynku akcji, łatwości dostępu do kredytów, dostępu do kapitału podwyższonego ryzyka, stabilności finansowej banków, regulacji rynków papierów wartościowych i giełd oraz prawnej ochrony inwestorów.

W Unii Europejskiej wskaźnik syntetyczny wynosił od 3,4 w Irlandii do 5,3 w Luksemburgu i Finlandii, tj. od 56,7% do 88,3% maksymalnego (najlepszego) wskaźnika. W Polsce wskaźnik ten miał wartość 4,6. Bardziej efektywne regulacje miało tylko dziesięć państw członkowskich: w strefie euro – Belgia, Francja, Cypr, Luksemburg, Malta, Holandia i Finlandia, natomiast w pozostałych państwach członkowskich – Dania, Szwecja i Wielka Brytania.

Do analizy poziomu intensywności konkurencji na polskim rynku finansowym może być pomocna miara koncentracji rynków finansowych, jaką jest wskaźnik Herfindahla-Hirschmana (HHI). HHI jest zdefiniowane jako suma

kwadratów udziałów w sprzedaży wszystkich przedsiębiorstw kredytowych działających na rynku. Spadek indeksu Herfindahla-Hirschmana oznacza wzrost konkurencyjności. Według wytycznych obowiązujących w Unii Europejskiej za bezpieczne dla konkurencyjności uznaje się te fuzje na rynkach, które spełniają jeden z następujących warunków [Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 2004]:

- wskaźnik koncentracji HHI po fuzji wynosi mniej niż 1000,
- wskaźnik koncentracji HHI po fuzji wynosi od 1000 do 2000, przy jego wzroście nieprzekraczającym 250,
- wskaźnik koncentracji HHI po fuzji wynosi ponad 2000, ale jego wzrost nie przekracza 150.

Wskaźnik HHI dla Polski już w chwili obecnej kształtuje się na poziomie zbliżonym do wskaźnika dla strefy euro, w latach 2008-2009 konkurencyjność rynku polskiego była nawet wyższa (tabela 4).

Tabela 4. Wskaźnik Herfindahla-Hirschmana (HHI) dla Polski, strefy euro (16) i UE

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Polska	650	599	640	562	574
Strefa euro (16)	640	634	659	687	663
UE 27	614	592	596	665	632

Źródło: EBC [2010, s. 23].

Procentowy udział w rynku pięciu największych instytucji kredytowych na rynku polskim jest podobny do poziomu obserwowanego na rynku kredytowym strefy euro (tabela 4). Również w tym obszarze nie należy się więc spodziewać gwałtownych zmian po wprowadzeniu wspólnej waluty. Rynki finansowe Polski i strefy euro są zintegrowane w znacznym stopniu, można więc zakładać, iż kanał ten będzie efektywnie uczestniczył w procesie alokacji kapitału. Będzie temu sprzyjać relatywnie dobry system regulacji rynku finansowego w Polsce. Ze względu na skalę potencjalnego rozwoju konieczny będzie skuteczny i konsekwentny nadzór finansowy. O ile stopień integracji i regulacji jest satysfakcjonujący, o tyle należy pamiętać o znacznie mniejszej skali rynku finansowego w Polsce, nie tylko w porównaniu z rynkiem strefy euro, ale nawet w porównaniu z rynkami poszczególnych państw członkowskich UE.

Tabela 5. Procentowy udział w rynku 5 największych instytucji kredytowych

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Polska	48,5	46,1	46,6	44,2	43,9
Strefa euro (16)	42,8	43,1	44,4	44,7	44,6
UE 27	42,6	41,5	41,5	45,2	44,3

Źródło: EBC [2010, s. 23].

Analiza danych dotyczących depozytów oferowanych przedsiębiorstwom niefinansowym w Polsce i strefie euro wskazuje, że mimo utrzymywania się różnicy w poziomie oprocentowania depozytów oferowanych klientom instytucjonalnym w Polsce i strefie euro, w ostatnim okresie zmalało odchylenie standardowe spreadu pomiędzy oprocentowaniem na obu rynkach (tabela 6). Kryzys finansowy nie zatrzymał więc procesu integracji rynku, a różnice w oprocentowaniu depozytów wynikają raczej z różnicy w cenie pieniądza na rynku międzybankowym, a nie niewystarczającej integracji rynku kapitałowego.

Tabela 6. Oprocentowanie wybranych produktów finansowych w Polsce i w strefie euro (w %)

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
Depozyty do 12 miesięcy dla przedsiębiorstw niefinansowych, nowe umowy, oprocentowanie w skali roku																		
A	4,20	4,28	4,52	2,87	1,36	1,04	0,69	0,77	0,79	0,89	1,11	1,19	1,37	1,78	1,75	1,53	1,31	1,11
B	5,30	5,56	5,58	5,60	3,43	3,29	3,02	2,99	2,94	3,05	3,09	3,05	3,36	3,99	4,27	4,33	4,24	4,56
C	1,10	1,28	1,06	2,73	2,07	2,25	2,33	2,22	2,15	2,16	1,98	1,86	1,99	2,21	2,52	2,80	2,93	3,45
D	0,50	0,53	0,56	0,95	1,01	1,02	0,98	0,87	0,60	0,52	0,45	0,25	0,15	0,15	0,20	0,29	0,38	0,53
Depozyty od 12 do 24 miesięcy dla przedsiębiorstw niefinansowych, nowe umowy, oprocentowanie w skali roku																		
A	4,23	4,72	5,19	4,23	2,96	2,17	2,10	2,00	2,73	1,85	2,18	2,56	2,53	2,82	2,72	2,76	2,75	2,32
B	2,43	3,54	5,07	6,70	3,84	4,25	4,12	4,72	3,95	4,91	3,98	4,24	4,70	4,47	4,56	5,18	4,95	5,26
C	1,80	1,18	0,12	2,47	0,88	2,08	2,02	2,72	1,22	3,06	1,80	1,68	2,17	1,65	1,84	2,42	2,20	2,94
D	0,93	0,92	0,87	1,32	1,36	1,56	1,69	1,87	1,63	1,40	0,99	0,70	0,68	0,56	0,57	0,58	0,53	0,52

A – strefa euro, B – Polska, C – różnica oprocentowania (spread), D – odchylenie standardowe spreadu dla 8 poprzedzających kwartałów.

Dokonana analiza prowadzi do wniosku, że proces integracji rynków finansowych Polski i strefy euro jest zaawansowany. Jak należało oczekiwać, wielkość polskiego rynku finansowego wzrasta wraz ze wzrostem i rozwojem go-

spodarczym. Jest to zjawisko typowe dla krajów rozwijających się, zależność ta będzie słabsza po osiągnięciu przez nasz kraj wyższego poziomu rozwoju gospodarczego [Cull et al., 2013]. Wraz ze stopniem rozwoju gospodarczego zmieni się także w pewnym stopniu struktura rynków finansowych – relatywnie zmaleje rola banków, wzrośnie zaś wielkość i znaczenie sektora ubezpieczeniowego [Song, Thakor, 2013]. Można więc oczekiwać dalszej integracji i wzrostu.

3. Wpływ integracji ze strefą euro na kierunki rozwoju i efektywność polskiego rynku finansowego

Przystępując do strefy euro państwa członkowskie liczyły na znaczące zwiększenie efektywności rynków finansowych. Ograniczenie kosztów transakcyjnych, eliminacja ryzyka kursowego oraz wzrost przejrzystości rynku miały spowodować wzrost obrotów handlowych pomiędzy gospodarkami, które będą się posługiwały wspólną walutą. Rzeczywiste efekty wprowadzenia euro zmuszają jednak to zweryfikowania niektórych zbyt optymistycznych założeń.

Wprowadzenie euro rzeczywiście miało istotny wpływ na wzrost wymiany handlowej pomiędzy krajami członkowskimi unii walutowej. Jednak skala tego zjawiska jest znacznie niższa od większości wcześniejszych prognoz – szacuje się ją na około 5% (dotyczy to tylko efektów wprowadzenia euro, nie bierze się tu pod uwagę innych działań, np. związanych z tworzeniem wspólnego rynku [Baldwin, DeSantis, 2008]. Do tego wzrostu w największym stopniu przyczyniło się ograniczenie kosztów transakcyjnych (wyeliminowanie kosztów wymiany i kosztów zabezpieczenia przed ryzykiem) oraz wzrost intensywności konkurencji na rynku (większa przejrzystość, bardziej efektywne wykorzystywanie czynników produkcji).

Ograniczenie ryzyka kursowego spowodowało spadek ryzyka systematycznego dla akcji spółek eksportowych prowadzących działalność z lub w strefie euro [Bartram, Karolyi, 2006]. Do podobnych wniosków doprowadziło badanie sytuacji na giełdzie w Atenach po wprowadzeniu euro [Panagiotidis, 2008]. Wyższą efektywność rynków finansowych zauważa też M. Melle, wskazując, że procesy integracyjne sprzyjają dywersyfikacji portfela inwestorów zagranicznych i czynią rynki bardziej efektywnymi [Melle, 2004]. Z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że wraz z postępowaniem procesu integracji rynków finansowych wskazane powyżej korzyści pozwolą też na wzrost efektywności polskiego rynku finansowego.

Ograniczenie ryzyka kursowego będzie też sprzyjać zwiększeniu strumienia bezpośrednich inwestycji zagranicznych napływających do Polski. Przedsiębiorcy nie będą już musieli poza oceną ekonomicznej efektywności planowanego przedsięwzięcia dokonywać także oceny ryzyka związanego ze zmiennością kursu złotego w okresie trwania inwestycji. Przeprowadzone dotychczas badania empiryczne wydają się potwierdzać te założenia. Niepewność dotycząca przyszłych zmian kursu walutowego znacząco ogranicza napływ BiZ do gospodarki [Carruth, Dickerson, Henley, 2000]. Również Campa stwierdza, iż istnienie odchyłeń od długookresowego punktu równowagi zniechęca do podejmowania decyzji inwestycyjnych [Campa, 1993].

Eliminacja ryzyka kursowego przyczynia się do intensyfikacji bezpośrednich inwestycji w innych krajach strefy euro, a inwestycje te sprzyjają wzrostowi wymiany handlowej. Ten kanał może być odpowiedzialny za niemal połowę wzrostu wymiany handlowej pomiędzy członkami strefy euro po jej utworzeniu [de Sousa, Lochard, 2004].

Dla podmiotów gospodarujących najbardziej istotnym efektem będzie (obok obniżenia stóp procentowych) ograniczenie ryzyka związanego z zadłużeniem we wspólnej walucie. Zmiana ta będzie dotyczyła wszystkich podmiotów, które zaciągają zobowiązania w euro, od gospodarstw domowych, przez firmy, aż do Skarbu Państwa, który co roku emituje euroobligacje. Kredyty w walutach obcych zaciągają zarówno przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe. W przypadku tych drugich są to przede wszystkim kredyty mieszkaniowe oraz (w mniejszym zakresie) kredyty konsumpcyjne. Zaciągając zobowiązania w walucie obcej, ponoszą one ryzyko, iż w przypadku deprecjacji złotego wartość zobowiązania wyrażona w PLN będzie wzrastać. Rynek finansowy oferuje instrumenty zabezpieczające dla takich kredytów, doświadczenie pokazuje jednak, iż przedsiębiorcy korzystają z nich w ograniczonym stopniu, zaś gospodarstwa domowe niemal wcale.

Analizując wpływ integracji ze strefą euro na polski rynek finansowy, nie można zapomnieć o wpływie kryzysu finansowego na sposób funkcjonowania strefy euro. Krótkie szeregi czasowe nie pozwalają na przeprowadzenie analizy empirycznej wpływu zmian związanych z kryzysem na efektywność funkcjonowania rynków finansowych i skutki tych zmian dla tempa wzrostu gospodarczego. Okazało się, że wysoki stopień integracji rynków finansowych w unii walutowej stwarza zagrożenia, przed którymi nie zabezpieczono państw członkowskich w wystarczający sposób. Każde poważniejsze zakłócenie stabilności sektora bankowego przynosi zagrożenia nie tylko dla właścicieli depozytów i akcjonariuszy, ale dla stabilności finansów publicznych w poszczególnych państwach.

Aby zapobiegać takim zagrożeniom w przyszłości, stworzono system nadzoru mikro- i makroostrożnościowego, w którego skład wchodzi organ nadzoru krajowego i nadzoru funkcjonującego na szczeblu Unii Europejskiej. Wprowadzone z związku z tym regulacje prawne dotyczące podejmowania działalności przez instytucje finansowe, nadzoru nad ich działaniem, restrukturyzacji oraz ewentualnej upadłości będą krokiem milowym na drodze ku pełnej integracji rynków finansowych. Ze względu na szerokość zagadnienia oraz fakt, że wprowadzenie konkretnych wymogów rozłożono w czasie, analiza wpływu zmian instytucjonalnych i utworzenia unii bankowej na sposób funkcjonowania i efektywność rynków finansowych będzie przedmiotem odrębnych badań.

Podsumowanie

Rynki finansowe w Polsce są znacznie słabiej rozwinięte niż w krajach strefy euro. Ich rola w dostosowaniu gospodarki do szoków asymetrycznych jest zatem mniejsza. Ograniczone są również możliwości złagodzenia skutków szoków dzięki dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Integracja finansowa może się jednak przyczynić do złagodzenia skutków asymetrycznych szoków w Polsce dzięki przepływowi kapitału. Napływ kapitału zagranicznego ułatwia bowiem restrukturyzację gospodarki, niezbędną do zneutralizowania długotrwałych szoków podaży, np. szoków naftowych i technologicznych.

W długim okresie integracja rynków finansowych pozwoli na wzmocnienie potencjału wzrostowego polskiej gospodarki. Obniżenie kosztu pozyskania kapitału, ograniczenie ryzyka inwestycyjnego i kosztów transakcyjnych pozwoli na bardziej efektywne wykorzystanie czynników produkcji. W wyniku ewentualnego wprowadzenia euro pozytywne efekty integracji rynków zostaną wzmocnione eliminacją ryzyka kursowego.

Literatura

- Allen F., Carletti E., Qian J., Valenzuela P. (2013), *Does Finance Accelerate or Retard Growth? Theory and Evidence*, "Global Citizen Foundation Working Papers", No 4.
- Allen F., Gale D. (2000), *Comparative Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Allen F., Gale D. (1999), *Diversity of Opinion and Financing of New Technologies*, "Journal of Financial Intermediation", No 8.

- Antoniou A., Olusi O., Paudyal K. (2006), *Has the Euro Reduced Currency and Equity Market Risk Premiums?* "Working Paper Series", Centre for Empirical Research in Finance, Durham Business School, University of Durham.
- Baldwin R., DeSantis R.A. (2008), *Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment*, "Economic Papers", No 321.
- Bartram M., Karolyi G.A. (2006), *The Impact of the Introduction of the Euro on Foreign Exchange Rate Risk Exposures*, "Journal of Empirical Finance", No 13.
- Bukowski S. (2011), *Międzynarodowa integracja rynków finansowych*, Difin, Warszawa.
- Carruth A., Dickerson A., Henley A. (2000), *What Do We Know about Investment under Uncertainty*, "Journal of Economic Surveys", No 14.
- Cull R., Demirgüç-Kunt A., Yifu Lin J. (2013), *Financial Structure and Economic Development: A Reassessment*, "World Bank Econ Rev", 27 (3), s. 470-475.
- Devereux M., Smith G. (1994), *International Risk Sharing and Economic Growth*, "International Economic Review", No 35.
- Dinga M., Dingova V. (2011), *Currency Union and Investment Flows: Estimating the Euro Effect on FDI*, "IES Working Paper", No 25.
- Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 2004/C 31/0, art. 19-20.
- EBC, EU banking sector structures 2010,
- Greenwood J., Jovanovic B. (1990), *Financial Development, Growth and the Distribution of Income*, "Journal of Political Economy", No 98.
- Kuna-Marszałek A., Marszałek J. (2010), *Zmienność giełdy papierów wartościowych po wprowadzeniu euro – analiza wybranych rynków*, „Acta Universitatis Lodzianis”, nr 238.
- Melle M. (2004), *The Euro Effect on the Integration of the European Stock Markets*, EFMA, Basel.
- NBP, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r.
- NBP, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.
- Panagiotidis T. (2008), *Market Efficiency and the Euro: The Case of the Athens Stock Exchange*, "Economics and Finance Working Papers", No 3, Brunel University.
- Schumpeter J. (1960), *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa.
- Schwab K. (red.) (2011), *The Global Competitiveness Report 2011-2012*, World Economic Forum, Geneva.
- Song F., Thakor A. (2013), *Notes on Financial System Development and Political Intervention*, „World Bank Econ Rev”, 27 (3).
- Sousa J. de, Lochard J. (2009), *Does the Single Currency Affect FDI?* University of Paris 1 Panthéon-Sorbonne and LESSOR.

**INTEGRATION OF POLISH
AND EURO ZONE FINANCIAL MARKETS**

Summary: The aim of this article is to assess the stage of integration of financial markets of Poland and euro area. The first part presents a theoretical analysis of the effects of integration of financial markets on economic growth. In the analysis, the issue of the functioning of the currency unions was taken into consideration. The second part contains an empirical analysis of the degree of integration of financial markets. The third part contains a discussion of the impact of the integration with the euro area on the efficiency of financial markets.

Keywords: economic growth, financial integration, Poland's integration with the eurozone.