

Integracja polskiego rynku finansowego a przystąpienie do strefy euro

Grzegorz Tchorek

Celem poniższego artykułu jest próba oceny stopnia przygotowania polskiego systemu finansowego do uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) oraz zidentyfikowanie zakresu jego integracji z rynkiem finansowym strefy euro. Przedmiotem szczególnego zainteresowania autora jest zdolność zintegrowanego rynku finansowego do wygładzania konsumpcji i inwestycji (portfolio risk sharing) w warunkach wystąpienia szoku asymetrycznego. Jest to jedna z właściwości tzw. nowej teorii Optymalnego Obszaru Walutowego (OOW), którą wskazuje się jako komplementarną w stosunku do tzw. tradycyjnych kryteriów OOW.

Analiza porównawcza literatury naukowej oraz zestawienie podstawowych wielkości charakteryzujących polski system finansowy sugerują, że jest on w znacznej mierze zintegrowany z rynkiem europejskim. Jednakże stopień jego rozwoju (poziom pośrednictwa, zakres usług transgranicznych) nie pozwala jednoznacznie ocenić zdolności do skutecznej absorpcji szoków asymetrycznych po wejściu do strefy euro. Głównym czynnikiem hamującym integrację polskiego i europejskiego rynku finansowego jest ryzyko kursowe.

Wstęp

W dyskusji na temat zamiany złotego na euro najczęściej ścierają się dwa skrajne poglądy. Jeden z nich opowiada się za relatywnie późniejszym wejściem do strefy euro, które powinno być uwieńczeniem procesów integracyjnych i nastąpić w momencie osiągnięcia konwergencji realnej. Zbieżność ta związana jest głównie z zapewnieniem podobnego poziomu rozwoju gospodarczego, mierzonego zazwyczaj wskaźnikiem PKB *per capita*, zbieżnością faz cyklu koniunkturalnego, podobieństwem struktur gospodarki, zbliżonym poziomem wydajności pracy etc. Brak konwergencji realnej w tych obszarach może zwiększać ryzyko wystąpienia w Polsce szoku asymetrycznego, a więc zaistnienia problemów gospodarczych (nagły spadek PKB, wzrost bezrobocia), które dotkną polską gospodarkę bardziej niż inne. Wówczas będzie ona wymagała użycia polityki pieniężnej odmiennej od tej preferowanej przez EBC (Europejski Bank Centralny). EBC musi ustalać stopy procentowe, biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą na całym obszarze, a problemy jednego kraju są tym mniej istotne, im mniejszy jest jego udział w PKB strefy euro (w 2003 r. polski PKB stanowił ok. 4% PKB UE -15, podczas gdy np. niemiecki ok. 21%).

Teoria integracji monetarnej wskazuje jednak, iż kraj pragnący porzucić własną walutę może to uczynić mimo braku zbieżności realnej. Wówczas jednak

gospodarka przyjmująca wspólną walutę powinna dysponować tzw. automatycznymi stabilizatorami, które mogą rekompensować porzucenie polityki pieniężnej i neutralizować negatywne skutki szoków asymetrycznych. Do czynników, które pozwalają gospodarce powrócić relatywnie szybko do stanu równowagi, najczęściej zalicza się elastyczny rynek pracy (elastyczne płace, mobilna siła robocza), mobilność czynników wytwórczych (przenoszenie produkcji poprzez inwestycje bezpośrednie) oraz możliwość wykorzystania transferów budżetowych dla stabilizowania sytuacji w kraju dotkniętym negatywnym wstrząsem (tzw. tradycyjne kryteria OOW). Powszechne jest jednak przekonanie, iż skuteczność tych stabilizatorów w Polsce jest wciąż wątpliwa, dlatego też szybkie przystąpienie do strefy euro bez odpowiedniego przygotowania gospodarki realnej do ogromnego wyzwania, jakim jest przyjęcie euro, może powodować więcej kosztów niż korzyści. Brak zbieżności realnej zwiększa podatność na wstrząsy asymetryczne, a rezygnacja z narodowej polityki pieniężnej ograniczy zdolność gospodarki do radzenia sobie z takimi szokami.

Drugie spojrzenie na kalendarz wstępowania do strefy euro zakłada, że im szybsze wejście, tym większa skala korzyści możliwych do osiągnięcia. Zwolennicy tej drogi integracji monetarnej powołują się na fakt, iż w gospodarce podlegającej procesom otwierania na wymianę międzynarodową, globalizacji oraz wciąż dokonującym się przemianom strukturalnym wejście pod parasol wspólnej waluty daje wiele korzyści. Oferuje stabilność makroekonomiczną sprzyjającą długofalowemu planowaniu, przez co sprzyja napływowi długoterminowego kapitału inwestycyjnego. Kraje „nowej” UE wciąż borykają się z wieloma słabościami wynikającymi z kontynuowania procesu transformacji do modelu gospodarki rynkowej. Sprawia to, że ryzyko ekonomiczne i polityczne w Polsce wciąż jest dużo większe niż w krajach UE-15, za co trzeba płacić dodatkową premię zawartą w stopach procentowych. Ponadto niezmiernie ważnym czynnikiem utrudniającym pełną integrację ze strukturami gospodarki unijnej jest ryzyko kursowe, które również powoduje podwyższenie stóp procentowych. Jego eliminacja pozwoliłaby na zwiększenie wymiany handlowej i wzrost inwestycji zagranicznych, a w konsekwencji szybszy wzrost gospodarczy. Jeśli więc nowe kraje UE nie spełniają kryteriów tzw. konwergencji realnej, to przystąpienie do strefy euro wywoła pozytywną dla gospodarki sekwencję zdarzeń, które pozwolą spełnić te kryteria w stosunkowo szybkim czasie. Przede wszystkim zwiększy się zakres korelacji cykli koniunkturalnych, co pozwoli skutecznie wykorzystywać politykę EBC dla całego obszaru euro. Frankel i Rose (1998) oraz Rose (2000 i 2004) na podstawie badań dotychczasowych unii walutowych wykazują, iż stopień integracji gospodarczej i cykli koniunkturalnych są procesami endogenicznymi w stosunku do procesu integracji monetarnej. Dlatego też kraje, które stworzą unię walutową, zintensyfikują wymianę handlową i w efekcie zwiększy się zakres korelacji cykli koniunkturalnych między nimi, wobec czego lepiej (*ex post*) spełnią kryteria OOW.

Istotnym argumentem zwolenników szybkiego wejścia do strefy euro jest również znaczna rozbieżność w poziomie PKB *per capita*, poziomie wydaj-

ności pracy, wielkości eksportu na głowę mieszkańca, strukturach gospodarek pomiędzy nowymi a starymi członkami UE. Sprawia to, iż takie kraje jak Polska mają szansę rozwijać się znacznie szybciej niż dotychczasowi członkowie UE w efekcie procesu doganiania (*catch up*) i domykania luki rozwojowej. W miarę jak różnice w poziomie rozwoju będą się zmniejszać, stopniowo wygasać będą również bodźce do szybszego wzrostu. Wobec tego można oczekiwać, że wprowadzenie euro jak najwcześniej byłoby dodatkowym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy i zapewniającym jego stabilność. Im później nastąpi rezygnacja z krajowego pieniądza, tym korzyści będą mniejsze.

Niezależnie od tego, który punkt widzenia okaże się słuszny, przystąpienie do strefy euro powinno zostać poprzedzone skrupulatną analizą korzyści, kosztów oraz szans i zagrożeń tego przedsięwzięcia. Powszechnie wykorzystywanym do tego narzędziem jest teoria OOW. W świetle tzw. nowego spojrzenia na kryteria OOW, podkreślającego rolę stabilności makroekonomicznej, jaką daje przystąpienie do strefy euro, istotną rolę przypisuje się integracji rynków finansowych, która jest postrzegana jako najważniejszy czynnik przywracania równowagi w obliczu wstrząsów asymetrycznych.

Integracja finansowa

W literaturze integracji monetarnej często podnoszone są obawy, iż zróżnicowana struktura gospodarek, jak również systemów finansowych krajów UGW, zwiększa ryzyko, iż poszczególne regiony będą reagowały w odmienny sposób na zmiany parametrów jednolitej polityki pieniężnej (Checchetti 1999, Suardi 2001). Może to powodować, iż polityka pieniężna sama w sobie będzie źródłem szoków asymetrycznych. Dlatego też w literaturze przedmiotu często postulowanym warunkiem (obok innych ujmowanych w ramach kryteriów OOW) sprawnego funkcjonowania unii walutowej jest odpowiedni rozwój i integracja rynków finansowych (Mundell 1973, Ingram 1973, Mongelli 2002). Integrację rynków finansowych określa się jako stan, w którym nie występują bariery i ograniczenia w dostępie do rynku finansowego i wszystkie podmioty, bez względu na lokalizację, mają jednakowe możliwości lokowania środków finansowych i zaciągania zobowiązań. Oznacza to, że w ramach zintegrowanego rynku finansowego mają one do czynienia z takimi samymi zasadami dostępu do tych samych instrumentów finansowych oraz są jednakowo traktowane (Ferrando i inni 2004, Baele i inni 2004, Penczar 2004). Integracja finansowa powinna spełniać trzy podstawowe funkcje.

Po pierwsze, eliminacja przeszkód w przepływie kapitału powinna sprzyjać wzrostowi gospodarczemu na skutek obniżenia cen produktów i usług finansowych, zwiększeniu dostępności do nich, redukcji kosztów transakcyjnych, zmniejszeniu kosztów dostępu i pozyskania informacji oraz efektywniejszej alokacji kapitału. System finansowy pełni w gospodarce istotne funkcje związane z jej rozwojem ekonomicznym, tj. ułatwianiem wymiany dóbr i usług, mobilizacją i alokacją kapitału, pozyskiwaniem, przetwarzaniem oraz udostępnianiem informacji oraz zarządzaniem wszelkiego rodzaju ryzykiem (Levine 1997, Pen-

czar 2004). Integracja rynków finansowych sprzyja ich rozwojowi (zwiększeniu płynności, poszerzeniu gamy oferowanych instrumentów), a lepiej rozwinięte rynki sprawniej realizują swoje funkcje. To z kolei powinno przyczyniać się do podwyższenia (przynajmniej potencjalnego) wzrostu gospodarczego oraz wygładzenia jego zmienności. Corielli i Masten (2004) wskazują, iż postęp w rozwoju rynku pośrednictwa finansowego poprzez jego pogłębienie i zwiększenie skuteczności mechanizmów rynkowych może być głównym stymulatorem wzrostu i może znacząco redukować zmienność produkcji. Kredyt handlowy oraz samofinansowanie przedsiębiorstw, które najczęściej stają się substytutem kredytu bankowego, mogą w warunkach nierozwiniętego systemu bankowego wzmagać ryzyko zarażenia lokalnymi szokami oraz zwiększać zmienność produkcji. Wówczas lokalne szoki mogą być transponowane do całego obiegu gospodarczego poprzez łańcuch kredytowy, a nieefektywny sektor finansowy może potęgować szoki dotyczące sferę realną. Rolą systemu finansowego powinno być zatem wygładzanie szoków oddziałujących na gospodarkę.

Po drugie, w unii walutowej integracja finansowa jest istotna dla skutecznego prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej. Różnorodne mechanizmy transmisji polityki pieniężnej w krajach UGW mogą powodować odmienne efekty jej posunięć, co samo w sobie może być czynnikiem generującym szoki asymetryczne. Wobec tego impulsy polityki pieniężnej kształtowanej przez EBC powinny „przebiegać” przez jednorodne systemy finansowe członków UGW, a konwergencja systemów finansowych, będąca konsekwencją integracji finansowej, powinna zapewniać względnie jednolitą transmisję impulsów polityki pieniężnej do sfery finansowej, a dalej do sfery realnej.

Należy jednocześnie nadmienić, iż na propagację impulsów polityki pieniężnej wpływa nie tylko budowa systemu finansowego, ale również struktura gospodarki, w tym struktura wytwarzanego PKB oraz tempo jego wzrostu. Badania wykazują bowiem, że inna jest wrażliwość na stopy procentowe np. wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw, a inna wydatków konsumpcyjnych oraz inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych (Kokoszyczyński i inni 2002). Berben et al. (2004) wskazują, iż w pewnym stopniu różnice w reakcjach na impulsy polityki pieniężnej mogą wynikać z różnych struktur polityki fiskalnej. Szytwe regulacje rynku pracy również są powszechnie postrzegane jako źródło różnic w transmisji impulsów (Fidrmuc 2004).

Po trzecie, coraz powszechniej akceptowany jest pogląd, iż zintegrowany rynek finansowy może być remedium na dolegliwości związane z porzuceniem krajowej polityki pieniężnej. Rozwinięty i otwarty dla wszystkich podmiotów rynek finansowy może bowiem łagodzić wahania konsumpcji i inwestycji, które pojawiają się jako konsekwencja szoków asymetrycznych. Może więc działać jako tzw. automatyczny stabilizator. Przystąpienie do unii monetarnej umożliwia korzystanie z głębokiego oraz wolnego od ograniczeń i ryzyka kursowego rynku finansowego, co sprawia, że „zintegrowany sektor finansowy jest zdolny przerzucać mosty, przewyższające czasowe rozbieżności między fazami cyklu w różnych punktach obszaru wspólnej waluty” (Lutkowski 2004).

Wyróżnia się dwa kanały, które sprzyjają stabilizującemu oddziaływaniu rynków finansowych. Jeden związany jest z zakupem aktywów zagranicznych, drugi natomiast z korzystaniem z zagranicznego rynku depozytowo-kredytowego (Kalemli-Ozcan i inni 2001, HM Treasury 2003). W pierwszym przypadku łagodzenie wahań konsumpcji i nakładów może nastąpić poprzez nabycie (*ex ante*) przynoszących dochód aktywów zagranicznych (*portfolio risk sharing*). Spadek dochodu w wyniku obniżenia wartości aktywów finansowych będący konsekwencją spadku PKB w danej gospodarce, przy niezmienionym strumieniu dochodów kapitałowych z zagranicznych inwestycji portfelowych, pozwala podtrzymać konsumpcję i wydatki inwestycyjne. Zintegrowany rynek akcji, obligacji i kredytu funkcjonuje wówczas jako system zabezpieczenia inwestycji w papiery wartościowe (De Grawue 2003). Ryzyko inwestycyjne, które jest skutkiem pogorszenia sytuacji ekonomicznej jednego z krajów członkowskich, rozkłada się na pozostałych. Wynika to z faktu, iż posiadaczami aktywów finansowych kraju mającego problemy gospodarcze są również inwestorzy z krajów niedotkniętych takim wstrząsem, wobec czego uczestniczą oni w stratach wynikłych z obniżenia wartości aktywów finansowych. Jednocześnie podmioty kraju dotkniętego szokiem są w posiadaniu aktywów finansowych emitentów z krajów członkowskich o dobrej sytuacji gospodarczej, co daje im określone dochody i umożliwia pokrywanie strat wynikłych z obniżenia wartości aktywów krajowych. W drugim przypadku (kiedy mamy do czynienia z działaniem *ex post*) w konsekwencji asymetrycznego spadku dochodu dostęp do międzynarodowego rynku kredytowego umożliwia zaciągnięcie kredytu (*credit risk sharing*) i wygładzenie profilu konsumpcji oraz inwestycji. Niweluje to fluktuacje w poziomach wydatków i nakładów oraz redukuje komplikacje związane z asymetrią faz cyklu koniunkturalnego.

Integracja rynku finansowego w strefie euro

Doświadczenia pierwszych pięciu lat funkcjonowania strefy euro (od 1999 r.) nie pozwalają na wysunięcie jednoznacznych wniosków co do wpływu jednolitej waluty na integrację rynków finansowych. Z jednej strony wskazuje się, że proces integrowania i pogłębienia rynków finansowych, mający ułatwiać dostęp do zasobniejszych i tańszych źródeł finansowania, przebiega stosunkowo wolno (Oręziak 2003). Przede wszystkim proces transformacji sektora finansowego od modelu „bankowo” zorientowanego do zorientowanego „rynkowo” dopiero nabiera dynamiki, co powoduje, iż finansowanie za pomocą kredytu bankowego w perspektywie najbliższych lat będzie mieć podstawowe znaczenie. Poza tym wciąż istnieje wiele barier prawnych i organizacyjnych, sprawiających, że rynki papierów wartościowych w strefie euro nie tworzą jednolitego rynku finansowego. Dowodzi to, iż samo wprowadzenie wspólnej waluty nie jest wystarczającym bodźcem dla dynamicznej ewolucji sektora finansowego, a warunkiem koniecznym stają się odpowiednie uregulowania instytucjonalne, prawne i rynkowe.

Z drugiej strony podkreśla się, iż wprowadzenie euro miało istotny wpływ na integrację rynków finansowych w poszczególnych segmentach, a szczegól-

nie rynku pieniężnego i rynku obligacji skarbowych, które są istotne z punktu widzenia skutecznego prowadzenia polityki pieniężnej. Angeloni i Ehrmann (2003) wskazują, że po wprowadzeniu euro w 1999 r. mechanizmy transmisji w poszczególnych krajach UGW stały się bardziej jednorodne. Wspólna waluta przyspieszyła również proces integracji na rynku obligacji korporacyjnych, rynkach akcji oraz w sektorze bankowym (Baele i inni 2004).

Jednocześnie wyższy stopień integracji finansowej w strefie euro występuje tam, gdzie istnieje wspólna infrastruktura rynkowa, możliwa jest standaryzacja informacji o produktach i ujawniają się korzyści z dużej skali działania. Cechy te spełnia rynek pieniężny strefy euro i dlatego też jest najbardziej zintegrowanym segmentem rynku finansowego. Relatywnie szybko integruje się również rynek akcji i rośnie udział zagranicznych składników majątkowych w funduszach inwestycyjnych funkcjonujących w UE (Gostomski 2004). W UE integracja bankowości najbardziej jest zaawansowana w dziedzinie bankowości hurtowej, która obejmuje transakcje banków z innymi bankami i dużymi przedsiębiorstwami. Integracji międzybankowego rynku pieniężnego sprzyja system płatniczy TARGET, który usprawnia dokonywanie transferów w euro. Najslabiej zintegrowanym segmentem rynku pozostaje bankowość detaliczna.

Kalemlı-Ozcan, Sorensen i Yosha (2004) potwierdzają jednocześnie wzrastające (aczkolwiek wciąż istotnie niższe niż w USA) znaczenie procesów *risk sharing* w Europie w okresie ostatniej dekady, ze względu na wzrastającą transnarodową własność aktywów w poszczególnych krajach. Wzrastająca integracja rynków finansowych w UGW, do której nasilenia bez wątpienia przyczyniło się wprowadzenie euro, skłania niektórych badaczy do potwierdzenia efektu endogeniczności w obszarze rynków finansowych (De Grawue i Mongelli 2005). Oznacza to, że nawet jeśli przed wprowadzeniem euro rynki finansowe w UGW nie były zintegrowane, to wprowadzenie jednolitej waluty znacznie ten proces zdynamizowało. Wobec tego jedno z tzw. nowych kryteriów OOW może zostać spełnione znacznie szybciej *ex post*, niż trzeba byłoby na to czekać przed utworzeniem strefy euro.

Integracja rynków finansowych w Polsce

Czy przystąpienie Polski do UGW również może spowodować przyspieszenie procesu integracji finansowej w wyniku efektu endogeniczności i czerpanie korzyści z tego tytułu? Należy zauważyć, iż tocząca się wciąż dyskusja wokół tej tezy nie rozstrzyga jednoznacznie, na ile twórcy tej koncepcji mają rację (zob. Winkler i inni 2004). Hallett i Pircitelli (2001) zwracają uwagę, że unia walutowa może zwiększać zbieżność cykli koniunkturalnych jednak pod warunkiem, że zapewniony zostanie odpowiedni poziom zbieżności strukturalnej i instytucjonalnej umożliwiający dynamizację procesów konwergencji realnej. Wydaje się, iż podobnych uwarunkowań należy oczekiwać w odniesieniu do rynków finansowych Nowych Krajów Członkowskich (NKC) UE.

Dla zapewnienia skutecznego działania mechanizmu *risk sharing* konieczne jest spełnienie warunków, które związane są głównie z umożliwieniem dostępu

polskich podmiotów do rynku finansowego strefy euro oraz podmiotów UE do polskiego rynku. Ponadto powinny istnieć bodźce skłaniające inwestorów krajowych i zagranicznych do dywersyfikacji portfela zawierającego aktywa z różnych krajów członkowskich. Pomimo że prawo dewizowe pozwala Polakom inwestować we wszystkich krajach OECD od 2002 r., to chęć taką wykazuje wciąż niewielka część polskich inwestorów. Głównymi przeszkodami są: **niski poziom pośrednictwa finansowego** (czyli skłonność oraz możliwość korzystania z usług finansowych), **bariery w korzystaniu z usług transgranicznych** oraz **ryzyko kursowe**. Jednocześnie czynnikiem, który pozwala optymistycznie oceniać potencjał integracji krajowych rynków finansowych, jest znaczna obecność inwestorów zagranicznych w postaci bezpośrednich inwestycji w aktywa pośredników finansowych.

Poziom pośrednictwa finansowego

We wszystkich NKC cechą wybijającą się na pierwszy plan jest dominujący udział banków w finansowaniu gospodarki. W Polsce w 2003 r. udział sektora bankowego w aktywach systemu finansowego, pomimo dynamicznego rozwoju instytucji niebankowych, wciąż wynosił niemal 78% (por. rys. 1). Pomimo tego, na tle krajów „starej” UE polską gospodarkę cechuje niski udział kredytu bankowego w jej finansowaniu. W 2003 r. wskaźnik kredytu dla sektora prywatnego jako procent PKB osiągnął w Polsce poziom 30%, podczas gdy w Czechach 34%, a na Węgrzech 39%, przy średniej dla krajów EU-15 na poziomie 117% i ok. 90% w strefie euro (por. tab. 1).

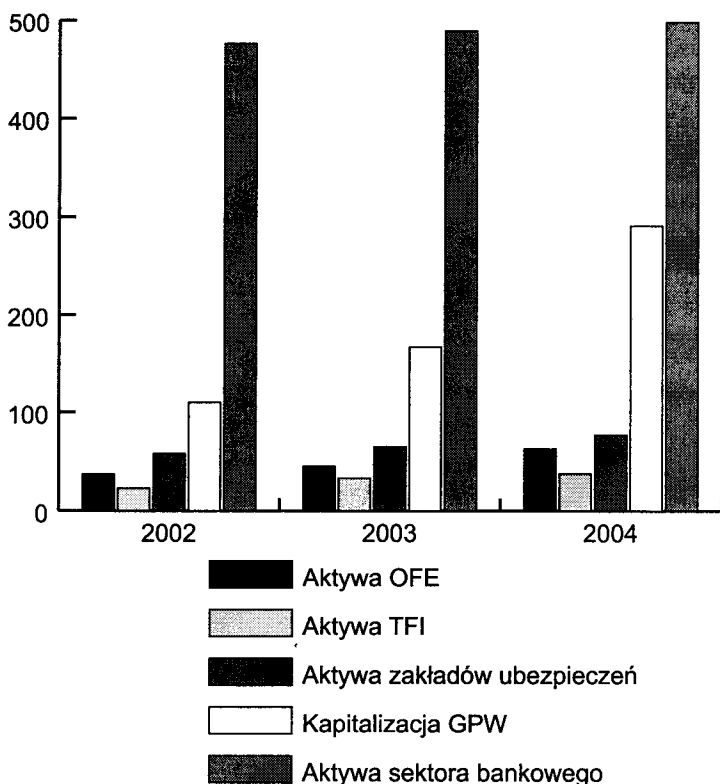
Kraj	Aktywa/PKB	Kredyty/PKB	Depozyty/PKB
Polska	60	30	45
Czechy	105	34	64
Węgry	78	39	40
Strefa euro	243	93	81

Tab.1. Stopień rozwoju sektora bankowego w wybranych krajach Europy Środkowo – Wschodniej i strefie euro w 2003 r. (w %). Źródło: NBP 2004.

Aktywa banków w Polsce stanowiły w 2004 r. ok. 60 % PKB, przy przeciętnym poziomie ok. 250% PKB w krajach UE. Polski sektor bankowy pod względem wartości aktywów jest największym sektorem spośród NKC, jednak charakteryzuje się najniższą efektywnością (Zalewska i Ślęzak 2004).

Rynki kapitałowe w Polsce i w pozostałych NKC dostarczają jedynie niewielką część kapitału dla gospodarki, a ich wielkość mierzona jako procent PKB jest wciąż mała – osiąga średnio 19% PKB (średnia UE ok. 70% PKB). Z punktu widzenia międzynarodowych inwestorów jedynie rynki w Polsce, Węgrzech i Czechach mają jakiegokolwiek znaczenie. Wskaźnik kredytu bankowego do kapi-

talizacji giełd w NKC w 2003 r. wyniósł 2,5, co pokazuje, iż banki są głównym źródłem finansowania dla sektora przedsiębiorstw (EBC 2005).



Rys.1 Aktywa wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce w latach 2002-2004 (w mld PLN). Źródło: NBP, STFI, GPW, KNUIFE.

Według raportu PKO S.A. (2004) *Kondycja finansowa gospodarstw domowych w krajach nowej Europy*, obejmującego badaniem 12 krajów Europy Środkowej: Polskę, Czechy, Słowację, Węgry, Litwę, Łotwę, Estonię i Słowenię Bułgarię, Rumunię, Chorwację i Turcję, statystyczny Polak dysponuje ok. 2283 euro oszczędności. To więcej niż mieszkaniec Rumunii (338 euro), Bułgarii (773), Litwy (883), Łotwy (1246), Estonii (1251) i Turcji (1424). Jednocześnie mniej niż oszczędności *per capita* w Słowacji (2628), Węgrzech (3630), Chorwacji (3796) oraz Czechach (5592). Jednak znaczna dysproporcja widoczna jest w zestawieniu ze średnimi oszczędnościami mieszkańców tzw. starej Europy, które wynoszą 41628 euro. NKC, które pod względem liczby mieszkańców odpowiadają połowie zaludnienia 15 krajów UE-15, dysponują jednocześnie zaledwie 5% kwoty ich oszczędności. Średnie oszczędności mieszkańców NKC wynoszą

1897 euro na osobę, co oznacza, że są dwudziestodwukrotnie niższe niż oszczędności mieszkańców UE-15. Zasoby finansowe gospodarstw domowych w NKC stanowią średnio 47% PKB (w Polsce – 50% PKB), podczas gdy w UE 15 jest to średnio 170% PKB.

Mieszkańcy NKC nie tylko dysponują znacznie mniejszymi oszczędnościami, ale również pożyczają czterdzieści razy mniej niż mieszkańcy UE-15. Zobowiązania finansowe na osobę w Polsce wynoszą 568 euro, podczas gdy we Włoszech, Francji, Niemczech, Holandii, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii wynoszą 14498 euro na osobę. Autorzy raportu wskazują, że wzrost działalności kredytowej jest pochodną strukturalnego rozwoju rynku wynikającego głównie z poziomu rozwoju gospodarczego mierzonego PKB *per capita*. Zainteresowanie kredytami rośnie wraz ze wzrostem poziomu konsumpcji oraz spadkiem kosztów obsługi zadłużenia. W NKC wciąż dominuje restrykcyjna selekcja osób ubiegających się o kredyt, który otrzymuje zamożniejsza część populacji, młode osoby z wysokimi dochodami i majątne. NKC charakteryzuje także też słaba penetracja rynku finansowego. Stosunek liczby kont bankowych do liczby mieszkańców wynosi 53% w Europie Środkowej przy 134% w Europie Zachodniej.

Porównanie wielkości i stopnia rozwoju systemów finansowych wskazuje, iż w NKC pozostają one w początkowym stadium rozwoju. Wynika to z krótkiego okresu funkcjonowania instytucji w warunkach rynkowych oraz wciąż niskiego poziomu PKB *per capita*. Towarzyszy temu niski poziom świadomości i edukacji „finansowej” inwestorów, co potwierdzają przedstawione poniżej preferencje gospodarstw domowych Europy Środkowo-Wschodniej (Polski, Węgier i Czech) co do struktury inwestycji (por. tab.2). Jednocześnie dominacja sektora bankowego nie sprzyja poszerzaniu wciąż ubogiej oferty usług proponowanych przez instytucje finansowe.

Preferowane kierunki inwestowania	Unia Europejska	Europa Środkowo-Wschodnia	Stany Zjednoczone
Akcje i akcyjne fundusze inwestycyjne	13	10	30
Inne fundusze inwestycyjne	5	2	6
Obligacje	9	10	8
Krótkoterminowe depozyty bankowe	26	32	13
Ubezpieczenia na życie i fundusze emerytalne	13	16	13
Inne inwestycje	13	10	6
Brak preferencji inwestycyjnych	21	10	23

Tab.2 Kierunki inwestowania preferowane przez gospodarstwa domowe. Źródło: NBP (2004a).

Konwergencja stóp procentowych do poziomu stóp strefy euro oraz dalsza ewolucja systemu finansowego w kierunku wzorców dominujących w krajach rozwiniętych skłaniają do wniosków, iż na rynku detalicznym lokat należy oczekiwać zmian w zakresie alokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych. Nastąpi odejście od tradycyjnych form inwestowania do zorientowanych na fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe etc. Raport PKO S.A. wskazuje, iż Polacy wciąż chętnie inwestują w lokaty terminowe (51,8% oszczędności), choć w UE 15 zainteresowanie tą formą oszczędzania spada (35,4%). Duży udział w naszych oszczędnościach mają również lokaty w walutach obcych (12%). W UE 15 w walutach ulokowane jest zaledwie 2,1% oszczędności. Rosnącym zainteresowaniem cieszą się w Polsce fundusze emerytalne (10,9%), fundusze inwestycyjne (7,3%) i papiery wartościowe (4,7%). Pod tym względem konwergencja w kierunku struktur w UE-15 (gdzie w funduszach emerytalnych ulokowane jest 13,1% oszczędności, w funduszach inwestycyjnych 10,6%, a papierach wartościowych 9,4%) postępuje stosunkowo szybko. Przekonują do tego znaczne przyrosty aktywów instytucji wspólnego inwestowania, tj. funduszy inwestycyjnych (TFI) i emerytalnych (OFE). OFE, mimo stosunkowo krótkiego okresu działania, są ważną grupą instytucji finansowych, których aktywa na koniec 2001, 2002 i 2003 r. stanowiły odpowiednio 2,55, 4,04 i 5,5% PKB. Coraz bardziej znaczącymi uczestnikami polskiego systemu finansowego są również fundusze inwestycyjne, które stanowią coraz popularniejszą formę lokowania środków wśród polskich inwestorów. Relacja aktywów netto funduszy do PKB wzrosła w 2004 r. do 4,3% z poziomu 4,08% w roku poprzednim i 2,92% PKB w 2002 r. Jednak pomimo dynamicznego rozwoju w ostatnich latach udział tych funduszy w aktywach wszystkich europejskich funduszy wyniósł jedynie 0,19%.

Według PKO S.A. (2004) fundusze emerytalne i ubezpieczenia na życie będą cieszyć się coraz większym zainteresowaniem. Znaczny potencjał rozwoju mają również inwestycje w akcje notowane na giełdach. W Europie Zachodniej ulokowano w nich 4,9% aktywów, podczas gdy w Polsce 2,8%, a na Węgrzech 1,6%. Do 2007 r. zagregowany średni wzrost oszczędności domowych powinien wynieść 13%. Aż o 29% wzrosną aktywa finansowe znajdujące się w funduszach inwestycyjnych i o 27% środki na kontach emerytalnych.

Udział inwestorów zagranicznych

Słaby rozwój pośrednictwa finansowego rekompensuje w znacznym stopniu duży udział inwestorów zagranicznych, zarówno w sektorze finansowym, jak i w gospodarce realnej. Powoduje to, iż wiele przedsiębiorstw jest finansowanych nie bezpośrednio przez krajowe rynki finansowe, ale przez wewnątrz korporacyjne źródła, które w niektórych NKC przekraczają 50% całkowitego zadłużenia firm (EBC 2005). Wynika to głównie ze znacznego udziału zagranicznych inwestorów niemal w każdym segmencie rynku finansowego, a szczególnie w sektorze bankowym. Przeciętnie ponad 70% aktywów banków w NKC jest w posiadaniu inwestorów zagranicznych i co najmniej 4 na 5 największych banków jest pod ich kontrolą (w UE średnio ok. 23% aktywów w poszczególnych krajach należy

do inwestorów z UE). W przypadku Polski udział inwestorów zagranicznych na koniec września 2004 r. w kapitale zakładowym sektora bankowego wyniósł 60,6% (NBP 2004b). Inwestorzy zagraniczni kontrolowali 44 banki komercyjne, a ich fundusze stanowiły blisko 3/4 funduszy, aktywa natomiast nieco ponad 2/3 aktywów sektora bankowego. Banki te zgromadziły 62,6% depozytów podmiotów niefinansowych i udzieliły 67,9% kredytów netto.

Obecność inwestorów zagranicznych postrzegana jest powszechnie jako przynosząca korzyść podmiotom znajdującym się w ich posiadaniu. Inwestorzy strategiczni przyczyniają się do poprawy efektywności działania banków, zasilają je kapitałowo, wnoszą nowe rozwiązania techniczne oraz podnoszą kwalifikacje kadry. Jednakże często podnoszone są wątpliwości, iż inwestorzy zagraniczni mogą angażować się jedynie w najbardziej dochodowe fragmenty działalności (tzw. *cherry picking*), zaniedbując pozostałe. Szczególnie istotne w takim przypadku jest dyskryminowanie Małych i Średnich Przedsiębiorstw (MSP) m.in. ze względu na większe niż w przypadku dużych firm tzw. ryzyko asymetrii informacji. Niepokój budzą również obawy, że banki zagraniczne będą reagowały na politykę pieniężną narodowego banku centralnego w sposób odmienny od oczekiwań władzy monetarnej. Wydaje się, iż te dwa główne zastrzeżenia sformułowane wobec obecności inwestorów zagranicznych na rynkach finansowych znajdują uzasadnienie w odniesieniu do krajów transformacji. Finansowanie sektora MSP przez sektor bankowy wciąż pozostaje na bardzo niskim poziomie. Z danych Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości wynika, że ponad 90% przedsiębiorstw z sektora MSP finansuje swój rozwój ze środków własnych. Sektor ten pozostaje jednak zaniedbywany również przez banki krajowe z racji wysokiej asymetrii informacji oraz braku rozwiązań systemowych wspierających ich kredytowanie (np. fundusze poręczeniowe). Należy zauważyć, iż w 2004 r. udział kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji w Polsce pozostawał na nieznacznym poziomie 11,8%, podczas gdy środki własne firm finansowały 71,4% inwestycji, środki zagraniczne 6,4%, a budżetowe 1,7% (Kotowicz-Jawor 2005).

Badania potwierdzają również zasadność obaw w odniesieniu do zagrożenia odmiennej reakcji banków zagranicznych na impulsy polityki pieniężnej od reakcji banków krajowych. Schmitz (2004) wykazuje, iż banki w krajach transformacji silniej reagują na zmiany polityki pieniężnej przez EBC niż na zmiany parametrów polityki pieniężnej dokonywanej przez narodowe banki centralne. Tłumaczy to silną reakcją banków zagranicznych, które mają znaczny udział w sektorach bankowych tych krajów. Dla największych inwestorów w regionie Europy Środkowej i Wschodniej banki NKC generują istotną część dochodów ich grup kapitałowych (dla ERSTE 54%, BA-CA 27%, i KBC 21% - dane za 2003 r.). Potwierdza to istnienie integracji krajowych rynków finansowych NKC ze strefą euro.

Rozwój usług transgranicznych

W przeciwieństwie do integracji rynków hurtowych znacznie wolniej dokonuje się integracja rynków detalicznych w strefie euro. Decydują o tym czynniki,

które występują również w NKC. W 2003 r. rachunek osobisty poza krajem macierzystym posiadało jedynie 4% Europejczyków z UE-15, co oznacza, że bankowość detaliczna w UE w dalszym ciągu ma charakter krajowy (Penczar 2004). Podmioty lokalne, przy korzystaniu z usług bankowych, preferują banki krajowe, działające w ich najbliższym otoczeniu. Związane jest to z uwarunkowaniami kulturowymi i bliskością geograficzną. Pomimo pojawienia się euro konsumenci wciąż preferują krajowe instytucje finansowe, co więcej, są to na ogół pośrednicy lokalni. Rynek detalicznych usług finansowych w UE jest wciąż zdefragmentowany, co w znacznej mierze należy wiązać ze zdecentralizowanym i zróżnicowanym zakresem regulacji prawnych ochrony konsumentów. Sprzyja to utrwalaniu sytuacji, w której usługi finansowe są tworzone pod kątem nabywców narodowych. Zaoferowanie produktu w przestrzeni transgranicznej wymaga jego ponownego zaprojektowania stosownie do wymagań i regulacji obowiązujących na docelowym rynku zagranicznym (Penczar 2004). Dopiero usunięcie barier polityczno – prawnych pozwoli na standaryzację usług finansowych, centralizację prowadzonych operacji, a więc rozwój sprzedaży usług transgranicznych. Wówczas możliwe jest oferowanie (standaryzowanych) usług finansowych po niższych cenach (niższe marże i prowizje). Warunkiem przyspieszenia integracji detalicznych usług finansowych w UE jest więc ujednoclenie, ale przede wszystkim zwiększenie ochrony prawnej konsumentów w zakresie przysługujących im praw. Ich upowszechnienie i stosowanie wymaga z kolei zwiększenia świadomości i edukacji konsumentów w tej materii.

Czynnikiem, który będzie sprzyjał gwarantowaniu ochrony praw konsumentów usług finansowych, jest odpowiedni poziom konkurencji rynkowej w wymiarze transgranicznym. Powinno to również sprzyjać spadkowi cen produktów finansowych: opłat, prowizji oraz wysokości oprocentowania produktów dla klientów detalicznych. Obecnie konkurencja transgraniczna pomiędzy pośrednikami jest niska ze względu na narodowy charakter usług detalicznych.

Jednocześnie badania KPMG (2004) pokazują, iż mieszkańcy takich krajów jak Polska, Czechy Hiszpania i Włochy są znacznie bardziej pozytywnie nastawieni co do perspektyw zakupu usług finansowych z banków zagranicznych niż mieszkańcy Niemiec, Holandii, Szwecji, Francji, Danii czy wielkiej Brytanii. Wynikać to może z faktu, iż reprezentanci pierwszej grupy krajów oczekują zwiększenia konkurencji, a co za tym idzie poszerzenia oferty i obniżki cen oferowanych produktów. W tych krajach respondenci powszechnie wyrażali bowiem niezadowolenie z dotychczasowej współpracy, w przeciwieństwie do krajów Europy Północnej i Centralnej, w których ankietowani wyrażali zadowolenie ze współpracy z lokalnymi bankami.

Wejście do UE oznacza, że w Polsce obowiązuje zasada jednego paszportu (*single passport*), czego konsekwencją jest to, że instytucje finansowe z UE mogą prowadzić działalność na terytorium UE na podstawie licencji uzyskanej w kraju macierzystym. Zobowiązane są jedynie powiadomić nadzór bankowy państwa, w którym podejmują działalność. Może ona być prowadzona w formie

transgranicznego świadczenia usług bądź poprzez fizyczne założenie oddziału. Od 1 maja 2004 do 28 lutego 2005 KNB zarejestrowała 70 zgłoszeń dotyczących prowadzenia działalności transgranicznej w Polsce. Dominują instytucje z Wielkiej Brytanii (21), Niemiec (13), Austrii (14). Wejście na polski rynek banków z krajów UE może sprzyjać powszechności korzystania z usług bankowych przez polskich obywateli i firmy na terenie całej UE. Posiadanie rachunku w banku zagranicznym działającym na terytorium Polski powinno bowiem umożliwiać dostęp do niego na terenie całej UE. Jak dotąd nie doprowadziło to jednak do szybkiego rozwoju tzw. transgranicznych usług finansowych.

Otwarcie polskiego rynku sprzyja pojawieniu się nowych zagranicznych funduszy inwestycyjnych, zachęcanych potencjałem jego wzrostu oraz znaczną wartością rynku na tle innych NKC. Na początku 2005 r. zgodę KPWiG na wejście na polski rynek miało siedem podmiotów zagranicznych z ofertą blisko 100 subfunduszy o różnych strategiach inwestycyjnych. Dla porównania warto dodać, iż w 2004 r. w Polsce funkcjonowało ok. 150 funduszy inwestycyjnych. Wskazuje to, iż samo wejście do UE było istotnym czynnikiem przyciągającym instytucje zagraniczne. Poważną barierą w szybkim zwiększeniu podaży usług zagranicznych produktów finansowych, w tym funduszy inwestycyjnych, jest jednak sieć dystrybucji zdominowana w UE, jak i w Polsce przez banki, które oferują „lokalne” usługi finansowe. Powoduje to, że transgraniczne usługi nie są popularne w Europie i wciąż przeważa przywiązanie do narodowych instytucji finansowych.

Ryzyko kursowe

Czynnikiem, który w największym stopniu utrudnia integrację polskiego rynku finansowego z rynkiem europejskim, jest ryzyko kursowe. Można przypuszczać, iż po wejściu Polski do strefy euro integracja finansowa i wymiana usług transgranicznych wzrośnie skokowo. System finansowy będzie bowiem tym fragmentem gospodarki, który odczuje korzyści związane z zamianą złotego na euro w największym stopniu. Wynika to z faktu, iż operacje finansowe są narażone na ryzyko kursowe, a jego eliminacja przyczyni się do istotnego postępu w integracji rynków finansowych.

Do momentu wejścia do strefy euro brakuje jednak bodźców do inwestowania w fundusze zagraniczne, czy też bezpośrednie inwestowanie na zagranicznych giełdach. Związane jest to z powszechnymi oczekiwaniami na umocnienie złotego wraz z postępami w procesie konwergencji. Zarówno teoria, jak i doświadczenia krajów, które przebyły swoją drogę do euro, wskazują, iż do momentu osiągnięcia porównywalnego poziomu cen, płac i dochodów kraje kandydujące doświadczają aprecjacji kursów walutowych na skutek efektu Ballasy-Samulesona, który związany jest ze wzrostem wartości realnych kursów walutowych na skutek zwiększenia wydajności pracy. Umocnienie złotego będzie powodowało, że zysk z inwestycji zagranicznej, po przeliczeniu na złotówki, w sytuacji umocnienia złotego może przerodzić się w stratę.

Podsumowanie

Dokonana analiza porównawcza poziomu rozwoju polskiego rynku finansowego ze strefą euro pokazuje duży dystans wobec ciągle ewoluującego rynku UE pod względem pośrednictwa finansowego i rozwoju mierzonego wielkością aktywów względem PKB. Pozytywnymi czynnikami, które pozwalają oczekiwać, iż *risk sharing* będzie umożliwiał łagodzenie negatywnych skutków szoków asymetrycznych w NKC, w tym w Polsce, jest znaczny dopływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Sprzyja to jednorodności systemów finansowych oraz zwiększa wzajemne powiązania krajowych i zagranicznych instytucji pod względem sposobu zarządzania, strategii etc.

Wciąż jednak istnieje wiele barier uniemożliwiających transgraniczną wymianę usług w EU. Wymaga ona ujednoczenia rozwiązań prawnych i instytucjonalnych, ale przede wszystkim zmiany świadomości „narodowo” zorientowanych inwestorów z UE. Należy bowiem zauważyć, iż bankowość internetowa, pomimo że pozbawiona wielu barier, wciąż ma charakter lokalny. Ponadto niski zasobów finansowych obywateli NKC wciąż uniemożliwia lokowanie nadwyżek finansowych na zagranicznych rynkach finansowych.

Najistotniejszą przeszkodą w integracji rynku polskiego z UE jest wciąż istniejące ryzyko kursowe. Zmiany kursu walutowego powodują zmiany stopy zwrotu z inwestycji, czy też zmianę wielkości zadłużenia podmiotów kredytujących się na zagranicznych rynkach. Dopiero eliminacja niepewności wynikającej ze zmienności kursów walut pozwoli na zwiększenie zakresu usług pomiędzy Polską i strefą euro. Europejski rynek finansowy jest 100-krotnie większy od polskiego, wobec czego korzyści jego integracji mogą być istotne. Przekonują o tym doświadczenia nowych krajów UE (Estonia, Litwa i Łotwa), które są obecnie najbliższej strefy euro. W latach 90. przyjęły one formę zapewnienia stabilności walutowej w postaci systemu *currency board*. Dzięki temu udział kredytów zagranicznych w finansowaniu przedsiębiorstw w tych krajach waha się w granicach 50-80%, a gospodarstw domowych w przedziale 30-70%. Przy znacznej obecności inwestorów zagranicznych w sektorze bankowym (w Estonii 97% aktywów jest własnością banków zagranicznych, a na Litwie 93%) zapewnia to dostęp nie tylko do źródeł finansowania, ale również szerokiej gamy usług. Z tego względu zasadne wydają się przypuszczenia, iż tzw. paradygmat *endogeniczności* kryteriów OOW odnosi się w znacznym stopniu do rynku finansowego.

Informacje o autorze

Mgr Grzegorz Tchorek – doktorant w Zakładzie Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

E-mail: tchorek@mail.wz.uw.edu.pl.

Bibliografia

- Angeloni, I., M. Ehrman. 2003. *Monetary Policy Transmission in the Euro Area: Any Changes After EMU*, ECB Working Paper.
- Backe, P., Ch. Thimann. 2004. *The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and Adoption of the Euro: An Analytical Review*, ECB Occasional Paper.

- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova i C. Monnet. 2004. *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, Occasional Paper Series, ECB.
- Banking Structures in the New EU Member States. 2005. ECB,
- Cecchetti, S. G. 1999. Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism. *Economic Policy Review*, Vol. 5, Nr 2.
- Corielli, F., I. Masten. 2004. *Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit*, IMF.
- De Grauwe, P. 2003. *Unia Walutowa*, Warszawa: PWE.
- De Grauwe, P., F. Mongelli. 2005. *Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?* ECB Working Paper.
- De Grauwe, P., F. Mongelli. 2004. *The Enlargement of the Euro area and Optimum Currency Areas*, Paper prepared for the The 8th CEPR/ESI Annual Conference on "EMU Enlargement to the East and the West", September 24-25, 2004, Budapest, hosted by the Magyar Nemzeti Bank.
- Frankel, J. A., A. K. Rose. 1998. *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, NBER Working Paper.
- HM Treasury. 2003. *UK Membership of the Single Currency. An Assessment of the Five Economic Tests*, London: HM Treasury.
- Kalemli-Ozcan, S., B. E. Sorensen i O. Yosha. 2001. Regional Integration, Industrial Specialization and the Asymmetry of Shocks across Regions. *Journal of International Economics*, Nr 55.
- Kokoszcyński, R., T. Łyżiak i E. Wróbel. 2002. *Structural Factors in Modern Theories of the Monetary Transmission Mechanism*, 22nd, NBP Conference "Monetary Policy in the Environment of Structural Changes".
- Kondycja finansowa gospodarstw domowych w krajach. Raport*. PKO S.A. 2004.
- Kotowicz-Jawor J. 2005. Dlaczego nie inwestują? *Gazeta Bankowa*, Nr 2/2005.
- Levine, R. 1997. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Nr 35.
- Lutkowski, K. 2004. *Od złotego do euro*, Warszawa: TWIGGER.
- McKinnon, R. 1963. Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Nr 53.
- Mongelli, F. 2002. *New Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us?* ECB Working Paper No. 138.
- Mundell, R. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Nr 51.
- Penczar, M. 2004. *Integracja detalicznych usług finansowych w Unii Europejskiej*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową.
- Rose, A. 2004. *A Meta-Analysis of the Effects of Common Currencies on International Trade*, NBER Working Paper no. 10373.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce*. 2004, Warszawa: NBP.
- Schmitz, B. 2004. *What Role do Banks play in Monetary Policy Transmission in EU Accession Countries?* Center for European Integration Studies (ZEI).
- Suardi, M. 2001. *EMU and asymmetries in monetary policy transmission*, European Communities, ECB Working Paper.
- Zaleska, M., E. Ślązak. 2004. Analysis of Selected Issues Regarding Banking Sectors in New European Union Member States. *Bank i Kredyt*.