

Alina Szypulewska-Porczyńska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
e-mail: aszypu@sgh.waw.pl

INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W STREFIE EURO – STAN I PERSPEKTYWY

THE PRESENT STATE AND PERSPECTIVES OF THE FINANCIAL MARKETS INTEGRATION IN THE EURO AREA

DOI: 10.15611/pn.2017.466.20

JEL Classification: F15

Streszczenie: Wprowadzenie wspólnego pieniądza, a obecnie rozwiązań ograniczających niedoskonałości rynków finansowych i poprawiających nadzór nad tymi rynkami, powinno sprzyjać rozwojowi i utrwaleniu ich integracji w państwach strefy euro. W efekcie powinno to prowadzić do wzrostu udziału wzajemnych powiązań przy osłabieniu powiązań z pozostałymi państwami. Sprawdzenie słuszności tych przewidywań było celem przeprowadzonej analizy empirycznej. Badaniem objęto okres 2004-2015. Zmiany w zakresie integracji rynków finansowych analizowano na podstawie obserwacji struktury transakcji monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro oraz mierników zbiorczych Europejskiego Banku Centralnego – FINTEC. Uzyskane rezultaty nie pozwalają jednoznacznie stwierdzić, że udział państw UE w trzecim etapie unii gospodarczej i walutowej prowadzi do ściślejszej integracji w ramach jednolitego rynku usług finansowych.

Słowa kluczowe: Unia Europejska, strefa euro, integracja rynków, usługi finansowe.

Summary: An introduction of the common currency and recent solutions limiting negative externalities of financial markets and improving supervision of this sector should lead to further development of the integration of the financial markets in the euro area. As a result, closer economic ties within the bloc and weakening relations with other countries can be expected. The aim of this paper is to verify these predictions for the period of 2004-2015. We analyse changes in financial market integration basing on the structure of transactions of monetary financial institutions and composite indicators of European Central Bank. No definite conclusion can be drawn whether participating in the third stage of the Economic and Monetary Union may result in deeper financial integration within the internal market.

Keywords: European Union, Eurozone, integration of markets, financial services.

1. Wstęp

Przesłanki integracji rynków usług finansowych państw będących członkami strefy euro uległy w ostatnich latach wzmocnieniu. Obok głównego powodu, dla którego strony transakcji finansowej ze strefy euro powinny bardziej ciężać ku sobie, niż nawiązywać relacje z partnerami spoza unii walutowej, jakim jest brak ryzyka kursowego, wystąpiły zmiany, które, podobnie jak działania skierowane na tworzenie jednolitego rynku finansowego, ograniczają negatywny wpływ na integrację rynków finansowych bodajże największej ich niedoskonałości, jaką jest asymetria informacji. Przekształcenia te wywołane zostały kryzysem zadłużenia w niektórych państwach euro i odnoszą się w szczególności do działań podejmowanych w ramach wdrażanego obecnie w strefie euro projektu unii bankowej. Ponieważ uczestnictwo w unii bankowej dotyczy w pełnym zakresie tylko państw tworzących unię walutową, zasadne jest spodziewać się szybszego postępu integracji pomiędzy rynkami finansowymi w strefie euro niż w całej UE.

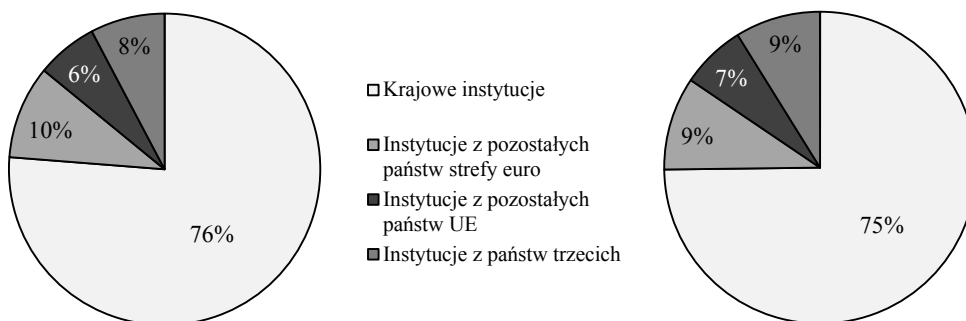
Naturalnie, nowe siły sprzyjające zacieśnianiu więzi pomiędzy rynkami usług finansowych na obszarze jednolitego pieniądza będą w pewnym zakresie równoważone przez obecność czynników, które albo krępują umiędzynarodowienie transakcji w ogóle, albo stoją za globalizacją rynków, utrudniając utrwalenie więzi w ramach ugrupowania regionalnego. Do tych ostatnich należy zaliczyć przede wszystkim dążenie uczestników rynku do dywersyfikacji ich pozycji bilansowych, aby zmniejszyć ryzyko rynkowe. Z tego punktu widzenia rynki spoza strefy euro dają możliwość większej dywersyfikacji. Struktura geograficzna transakcji na rynkach usług finansowych świadczy jednak o tym, że globalizacja dotyczy głównie transakcji pomiędzy instytucjami finansowymi.

W pracy poddano weryfikacji tezę, że udział wzajemnych powiązań na rynkach usług finansowych państw strefy euro wzrósł przy osłabieniu powiązań z pozostałymi państwami unijnymi, a tym bardziej z państwami spoza ugrupowania. Badaniem objęto okres 2004-2015. Zmiany w zakresie integracji rynków finansowych analizowano na podstawie obserwacji struktury transakcji monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro oraz mierników zbiorczych Europejskiego Banku Centralnego – FINTEC. Ograniczenie pierwszej części analizy do monetarnych instytucji finansowych (z wyłączeniem Eurosystemu) podyktowane było nie tylko wymogami dotyczącymi rozmiaru artykułu, ale także ich znaczeniem w strefie euro w zakresie finansowania działalności podmiotów niefinansowych. Należy zwrócić uwagę, że poddane w pracy analizie dane statystyczne dotyczące działalności monetarnych instytucji finansowych nie obejmują bankowości centralnej i zostały ograniczone do dwóch głównych pozycji bilansu skonsolidowanego sektora monetarnych instytucji finansowych strefy euro, mianowicie depozytów i kredytów, jako najbardziej reprezentatywnych dla rynku usług bankowych. Głównym źródłem danych była baza statystyczna Europejskiego Banku Centralnego.

2. Rozwój integracji rynków usług bankowych w UE po 2004 r.

Kredyty i depozyty stanowią w strefie euro główne pozycje bilansu monetarnych instytucji finansowych MIF¹. W II kwartale 2015 r. udział kredytów w aktywach MIF wyniósł 79% w przypadku transakcji krajowych i 64% w przypadku działalności transgranicznej. Największy udział w działalności kredytowej sięgający 99,5% miały banki, przy wartości kredytów wynoszącej 17 016,7 mld euro. Z kolei depozyty stanowiły jedyną kategorię pasywów przedstawioną przez EBC w skonsolidowanym bilansie MIF strefy euro z udziałem banków sięgającym prawie 100%, przy wartości depozytów ze strefy euro wynoszącej 16 972,3 mld euro.

Z zestawienia transakcji MIF państw strefy euro w podziale na krajowe i transgraniczne wynika, że transakcje krajowe dominują zarówno w strukturze geograficznej działalności kredytowej, jak i depozytowej (rys. 1). W drugim kwartale 2015 r. na transakcje te przypadło bowiem $\frac{3}{4}$ wszystkich depozytów i kredytów. Najmniejszy udział stanowiły transakcje z pozostałymi państwami UE. W przypadku pozostałych kategorii transakcji zagranicznych największym udziałem charakteryzowały się transakcje depozytowe z państwami strefy euro.



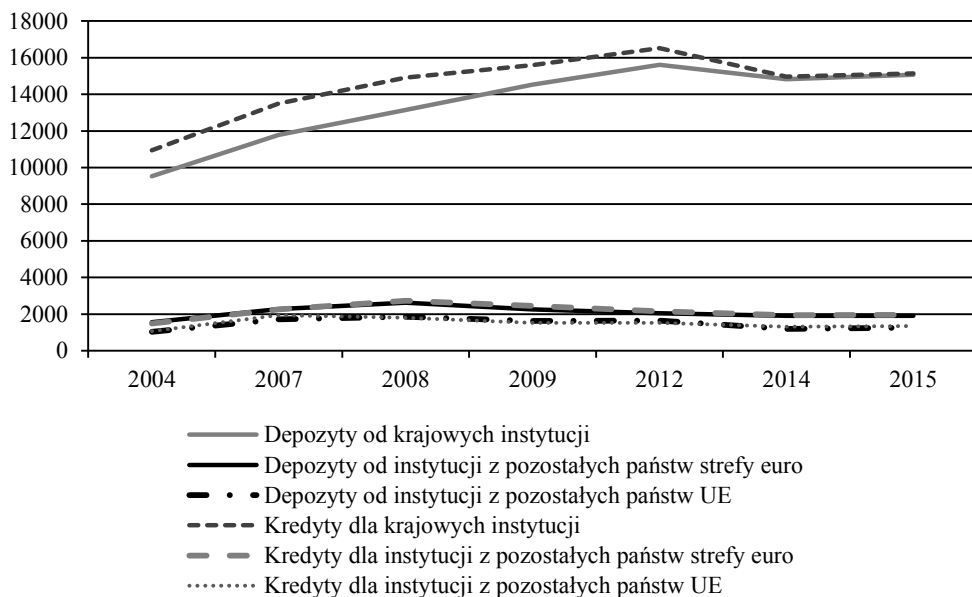
Rys. 1. Struktura geograficzna transakcji monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro bez Eurosystemu

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie [ECB 2015a].

Biorąc pod uwagę relatywnie małą liczbę państw należących do grupy „pozostałe państwa UE”, tj. 9 w 2015 r., wydaje się, że różnice pomiędzy ich udziałami a udziałami partnerów spoza UE nie są duże. Zapewne główną przyczyną tego stanu rzeczy jest obecność w grupie „pozostałych państw UE” Wielkiej Brytanii, najbardziej rozwiniętego w Europie rynku usług finansowych. Uwagę zwraca ponadto wyróżniający się pod względem wielkości udział depozytów od partnerów z państw strefy euro. Czy jest to rezultatem istnienia jednej waluty, a więc braku ryzyka kur-

¹ W strefie euro segment MIF z wyłączeniem Eurosystemu tworzą instytucje kredytowe oraz fundusze rynku pieniężnego.

sowego? W odpowiedzi pomóc może analiza dynamiki wewnętrznych depozytów i kredytów monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro w podziale na trzy kategorie ich unijnych partnerów (rys. 2).



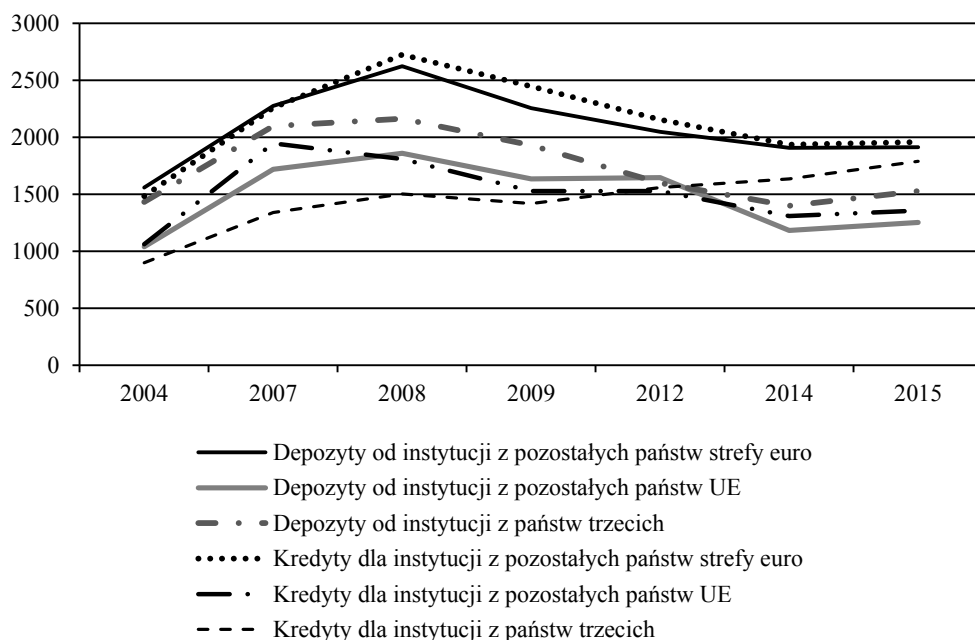
Rys. 2. Wewnętrzne depozyty i kredyty monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro dla wybranych lat okresu od II kwartału 2004 r. do II kwartału 2015 r. (mld euro)

Źródło: jak pod rys. 1.

Z obserwacji rozwoju transakcji wewnętrznych od II kwartału 2004 r. wynika, że na przestrzeni pierwszych czterech lat najdynamiczniej wzrosły transakcje z państwami UE spoza strefy euro. Różnica w porównaniu z transakcjami z partnerami ze strefy euro wyniosła w przypadku depozytów i kredytów odpowiednio 19 pp. i 31 pp., a w porównaniu z transakcjami krajowymi była ona nawet dwukrotnie większa. Taki sam rozwój charakteryzował ostatni rok badanego okresu. Warto przy tym zwrócić uwagę na różnice istniejące w poziomach wyjściowych. Inaczej sytuacja przedstawia się, jeśli pod uwagę weźmiemy cały okres, a więc porównamy II kwartał 2004 r. z II kwartałem 2015 r. Można wtedy zauważyć, że najdynamiczniej wzrosły transakcje krajowe. W przypadku depozytów stopa wzrostu wyniosła 58%, a w przypadku kredytów – 38%. Bardziej dynamiczny rozwój na przestrzeni 11 lat transakcji krajowych spowodowany był głównie utrzymywaniem się pozytywnej stopy wzrostu aż do wybuchu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, a potem, tj. na przestrzeni ostatnich 4 lat, mniejszym w porównaniu z transakcjami transgranicznymi spadkiem wartości transakcji. W przypadku wewnętrznych transakcji transgranicznych większy przyrost wartości transakcji z partnerami ze strefy euro był

konsekwencją niższej w ostatnich czterech latach stopy spadku niż w przypadku transakcji z pozostałymi państwami UE.

Na rysunku 3. przedstawiono zmiany w znaczeniu dla rynku bankowego strefy euro państw spoza ugrupowania. Dla jego większej czytelności pominięto transakcje o charakterze krajowym. Z analizy danych wynika, że transakcje z instytucjami z państw trzecich stanowiły w II kwartale 2015 r. ok. 1/3 transakcji transgranicznych MIF państw strefy euro, natomiast udział transakcji z pozostałymi państwami UE wynosił 27%. Jeśli porównać tę strukturę ze stanem w II kwartale 2004 r., to zauważyć można wzrost udziału państw trzecich w odniesieniu do transakcji kredytowych. Był on rezultatem pozytywnej stopy wzrostu wartości kredytów dla instytucji z państw trzecich zwłaszcza po 2012 r. Zasadniczo rzecz ujmując, odmienny trend charakteryzował rozwój wartości depozytów z państw trzecich. W okresie globalnego kryzysu finansowego i zadłużeniowego w strefie euro nastąpił wyraźny jej spadek. W rezultacie spadł udział państw trzecich w transakcjach depozytowych, a po 2012 r. w relacjach z tymi państwami wartość kredytów zaczęła przewyższać wartość depozytów. Uwagę zwraca zróżnicowany trend wzrostu wartości transakcji z pozostałymi państwami UE, jeśli porównać dwa okresy: 2004-2007 i 2012-2015.

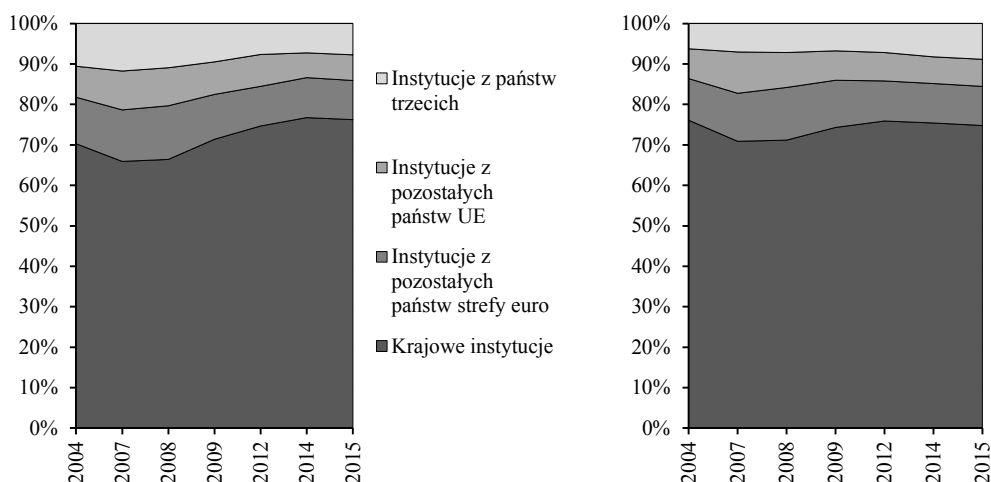


Rys. 3. Transgraniczne depozyty i kredyty monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro dla wybranych lat okresu od II kwartału 2004 r. do II kwartału 2015 r. (mld euro)

Źródło: jak pod rys. 1.

W pierwszym okresie dynamika tego wzrostu była najwyższa w grupie transakcji transgranicznych (65% i 83% odpowiednio dla depozytów i kredytów), a w ostatnich latach przyjęła najmniejsze wartości (–24% i –11%). Na tym tle wyróżnia się wzrost w latach 2012-2015 kredytów do państw trzecich wynoszący blisko 15%.

Przedstawione zmiany oddziaływały na kształtowanie się udziałów poszczególnych grup państw w odniesieniu do depozytów i kredytów MIF państw strefy euro (rys. 4). W przypadku depozytów na przestrzeni całego okresu wzrósł udział krajowych instytucji (o 6 pp.), przy spadku udziałów pozostałych grup, największym dla państw trzecich (o blisko 3 pp.). W odniesieniu do kredytów nastąpiła odwrotna zmiana, tzn. wzrósł udział państw trzecich (o ok. 3 pp.), przy spadku pozostałych grup, największym w przypadku transakcji krajowych (o ponad 1 pp.).



Rys. 4. Struktura geograficzna wewnętrznych depozytów i kredytów monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro dla wybranych lat okresu II kwartał 2004-II kwartał 2015

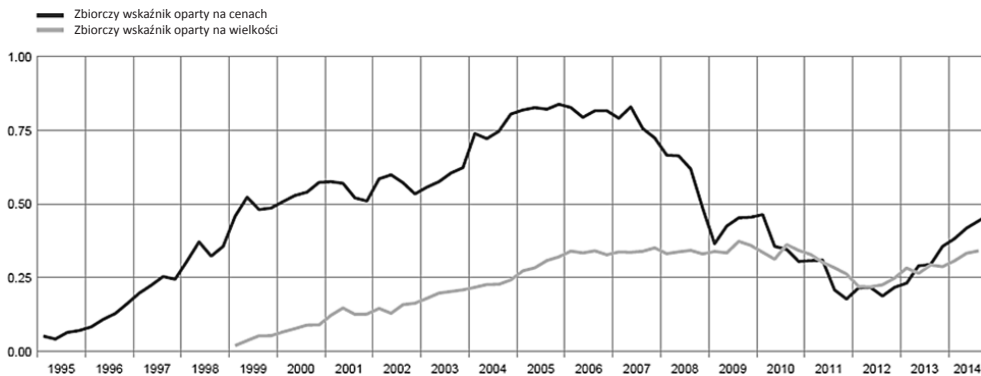
Źródło: jak pod rys. 1.

Do interesujących wniosków prowadzi analiza struktury transakcji MIF państw strefy euro, uwzględniająca podział partnerów transakcji na instytucje MIF oraz spoza MIF [na podstawie danych jak w rys. 1]. W przypadku transakcji krajowych głównymi partnerami banków strefy euro są instytucje spoza grupy MIF (z udziałem wynoszącym ponad 70%). Inaczej jest w przypadku działalności transgranicznej, gdzie *gros* transakcji stanowią transakcje międzybankowe. Jednocześnie we wszystkich grupach znaczenie MIF zmalało. Największa przy tym różnica pomiędzy udziałami na początku i końcu analizowanego okresu dotyczyła działalności transgranicznej z pozostałymi państwami strefy euro.

3. Zmiany poziomu integracji rynków finansowych w strefie euro na podstawie mierników zbiorczych EBC

Europejski Bank Centralny na potrzeby obserwacji postępów w poziomie integracji rynków finansowych w strefie euro wypracował dwa zbiorcze wskaźniki: jeden mający odzwierciedlać konwergencję w zakresie cen oraz drugi – dynamikę wartości transakcji. Wskaźnikami objęto cztery podstawowe segmenty rynku finansowego: rynek pieniężny, obligacji, akcji oraz bankowy. Początkowo EBC posługiwał się tzw. syntetycznym wskaźnikiem integracji finansowej – SYNFINTEC (*Synthetic Indicator of Financial Integration*). W opublikowanym rok później raporcie EBC na temat stanu integracji finansowej w strefie euro występuje zmieniony wskaźnik pod nową nazwą FINTEC (*The composite indicator of financial integration*).

Analiza FINTEC w zakresie przepływów i zmian cen usług finansowych w strefie euro prowadzi do dwóch głównych wniosków. Pierwszy dotyczy czynników, które wpłynęły na poziom integracji finansowej w strefie euro. Można zauważyć, że zacieśnienie integracji w postaci wzrostu transgranicznych transakcji z jednoczesnym zmniejszaniem różnic w zakresie cen na rynkach finansowych państw strefy euro postępowało do czasu kryzysu finansowego. Wtedy doszło do gwałtownego wzrostu dywergencji cenowej. W 2009 r., a więc po 10 latach od wprowadzenia euro, różnice w cenach na usługi finansowe wróciły do podobnego poziomu, jaki był w 1999 r., a w ciągu następnych dwóch lat jeszcze się powiększyły. Wielkość transakcji na rynkach finansowych na obszarze euro zmniejszyła się mniej dynamicznie niż konwergencja cen i w zasadzie dopiero w czasie kryzysu finansów publicznych. Od ok. połowy 2012 r. obserwować można powrót do trendu zacieśnienia integracji, znowu bardziej dynamicznego w zakresie zmian cenowych.



Rys. 5. Struktura geograficzna wewnątrzunijnych depozytów i kredytów monetarnych instytucji finansowych państw strefy euro dla wybranych lat okresu II kwartał 2004 - II kwartał 2015

Źródło: [ECB 2015c, Chart 1, s. 5].

Druga refleksja, jaka nasuwa się podczas obserwacji przebiegu linii na wykresie, związana jest z adekwatnością wskaźników zbiorczych FINTEC, a konkretniej wskaźnika opartego na zmianach w różnicach cen. Wątpliwości nie budzi to, czy konwergencja (typu beta) jest odpowiednia do mierzenia efektów integracji gospodarczej² w ogóle, ale czy jest odpowiednia do mierzenia postępu integracji na rynkach usług finansowych. Możemy dojść do wniosku, że dynamiczny czy nawet dramatyczny przebieg wzrostu różnic w poziomach cen na usługi finansowe, jakiego doświadczyła strefa euro od 2007 r., oznacza, że integracja rynków finansowych jest „krucha” i potrzebuje dla swojej trwałości obudowania ramami nadzoru finansowego³. Może jednak wskaźnik ten nie jest odpowiedni, aby śledzić zmiany w stanie integracji rynków finansowych? Dwa aspekty należałoby omówić w tym kontekście. Po pierwsze, należałoby wziąć pod uwagę niestabilną naturę rynków finansowych, która współcześnie rozwinęła się głównie pod wpływem liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitałowych oraz postępu, jaki dokonał się w sferze technologii informacyjno-komunikacyjnych. Stopień stabilności rynków waży na poziomach omawianej miary. Po drugie, rodzi się pytanie o porównywalność poziomów tego wskaźnika w czasie. Analiza dokonana w poprzedniej części prowadziła m.in. do tej oto obserwacji, że transgraniczne transakcje bankowe sprowadzają się obecnie głównie do operacji na rynku międzybankowym i różnią się pod tym względem od transakcji krajowych. Taka struktura zintegrowanego rynku przekłada się na jego funkcjonowanie. Operacje międzybankowe są mniej trwałe niż więzi łączące banki z podmiotami spoza branży usług finansowych, w tym przedsiębiorstwami i gospodarstwami domowymi. Dynamiczne zmiany zbiorczego wskaźnika opartego na cenach odzwierciedlają obecny etap integracji rynków finansowych. Otwarte pozostaje pytanie, czy jest to model ostateczny dla unijnych rynków finansowych.

4. Zakończenie

Z przeprowadzonej analizy wynika, że działalność banków państw należących do strefy euro ma głównie charakter krajowy. Dotyczy to przede wszystkim transakcji z przedsiębiorstwami i gospodarstwami domowymi, na które przypada 66% wszystkich depozytów i 67% wszystkich kredytów banków strefy euro. Aż 92% transakcji z tymi podmiotami ma charakter krajowy.

W odniesieniu do działalności transgranicznej banków państw strefy euro zaobserwować można dominację transakcji z monetarnymi instytucjami finansowymi.

² Uzasadnieniem jej stosowania jest występowanie prawa jednej ceny, w oparciu o które można spodziewać się zmniejszenia różnic w poziomach cen na obszarze integrujących się państw jako rezultatu znoszenia barier.

³ Od ang. *fragile*. Takiego określenia użyła w swojej wypowiedzi na temat stanu integracji finansowej w strefie euro kierująca Radą ds. Nadzoru w EBC Danièle Nouy [2015].

W przypadku transgranicznej działalności wewnętrznej ok. 70% wszystkich transakcji odbywa się na rynku międzybankowym. To może przynajmniej w części uzasadniać, dlaczego rynki zagraniczne charakteryzują się większymi fluktuacjami, jeśli chodzi o ich rozwój. W szczególności w okresie kryzysu stopa spadku wartości transakcji zawartych na tych rynkach była większa niż w przypadku transakcji o charakterze krajowym. Ta specyficzna struktura działalności transgranicznej wydaje się uzasadniać pytanie o adekwatność porównań transakcji na płaszczyźnie krajowej *versus* transgranicznej, ale również rodzi wątpliwości co do niektórych ze stosowanych miar integracji.

Uwagę zwracają ponadto różnice istniejące w obrębie transakcji o charakterze transgranicznym pod względem zaangażowania banków ze strefy euro w działalność na rynku międzybankowym. Można zauważyć, że struktura transakcji z partnerami z państw trzecich bardziej przypomina strukturę działalności bankowej o charakterze krajowym.

Jeśli ograniczyć obserwację do działalności banków z wyłączeniem transakcji na rynku międzybankowym, to zauważyć można dynamiczny wzrost powiązań w obrębie strefy euro w odniesieniu do działalności kredytowej. Jednocześnie po 2012 r., a więc od wybuchu kryzysu finansów publicznych w strefie euro, akcja kredytowa zmalała na tym rynku. Wiąże się to zapewne w części z dostosowaniem, jakie nastąpiło w odniesieniu do kredytowania zakupów na rynkach nieruchomości. Można również przypuszczać, że wraz ze zmianą podejścia inwestorów do wyceny ryzyka w państwach strefy euro, rynki leżące poza obszarem jednego pieniądza zyskały na znaczeniu. Niejako odwrotnie zmieniała się sytuacja na wewnętrznym rynku depozytów. Na przestrzeni całego okresu transakcje z podmiotami z pozostałych państw UE rozwinęły się dynamiczniej niż podmiotami z pozostałych państw strefy euro. I podobnie, po 2012 r. trend uległ odwróceniu.

Z powodu trwania prac nad wdrożeniem unii bankowej nie jest jasne, czy wraz z wprowadzaniem w strefie euro rozwiązań ograniczających niedoskonałości rynków finansowych oraz poprawiających nadzór nad tymi rynkami nastąpi mocniejsza integracja tych rynków w porównaniu do powiązań z państwami spoza obszaru wspólnego pieniądza.

Literatura

ECB, 2015a, https://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/cross/html/domestic_cross_border_index.en.html (9.10.2015).

ECB, 2015b, *Domestic and cross-border positions of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: Q2*, https://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/cross/html/domestic_cross_border_2015-04.en.html (14.10.2015).

ECB, 2015c, *Financial Integration in Europe*, April, Chart 1, s. 5.

- ECB, 2014, *Integration in European financial markets improved, but still worse than before crisis, new European Commission*, ECB reports show, 28 April 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140428.en.html> (20.10.2015).
- ECB, 2012, *Manual on MFI balance sheet statistics*, April 2012.
- Europejski Bank Centralny, Rozporządzenia Europejskiego Banku Centralnego (WE) nr 25/2009 z dnia 19 grudnia 2008 r. w sprawie bilansu skonsolidowanego sektora monetarnych instytucji finansowych (wersja przekształcona), Dz.U. Unii Europejskiej L 15/14, 20.1.2009.
- Europejski Bank Centralny, Statistical Data Warehouse, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003506> (20.10.2015).
- Kawecka-Wyrzykowska E., 2015, *Propozycje budżetu strefy euro*, Unia Europejska.pl, nr 1 (230), s. 20-27.
- Nouy D., 2015, wystąpienie na konferencji European Financial Integration and Stability, Brussels, 27 April 2015, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2015/html/se150427.en.html> (20.10.2015).