

INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ od A do Z

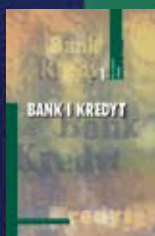
1

styczeń
2007

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Integracja rynków finansowych - jej rodzaje i znaczenie

- Definicja integracji
- Rynki finansowe w Polsce na tle UE
- Miary integracji
- Integracja transgraniczna
- Integracja międzysektorowa
- Korzyści i zagrożenia





MAŁGORZATA IWANICZ-DROZDOWSKA

prof. nadzw. dr hab.
Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Szkoła Główna Handlowa,
Katedra Ubezpieczeń Gospodarczych,
Zakład Rynku Usług Finansowych

Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie

Wprowadzenie

W 1989 r. w magazynie „The Economist” przedstawiono wizję zintegrowanego rynku finansowego (Walkner, Raes 2005, s. 3):

„Przenieś swoje myśli kilka lat naprzód, a zobaczysz jak wyglądają europejskie finanse. Ceny akcji Fiata, Peugeota i Volkswagena wyświetlają się obok siebie na ekranach dilerów od Republiki Irlandii po Ateny. Kliknięcie myszką – transakcja wykonana i własność akcji momentalnie przechodzi z belgijskiego sprzedawcy na hiszpańskiego nabywcę. Inwestorzy z Włoch tłumnie kupują holenderskie fundusze inwestycyjne, a Daimler Benz wybiera Credit Lyonnais, aby organizował mu najnowszą emisję obligacji markowych. Niemcy wybierają brytyjskie ubezpieczenia na życie, a Duńczycy niemieckie kredyty hipoteczne, Hiszpanie zaś otwierają rachunki bankowe we Włoszech”.

Współczesne rynki finansowe w Unii Europejskiej nie osiągnęły tak wysokiego poziomu integracji, ale przez dwie dekady pokonały spory odcinek drogi ku realizacji tej wizji.


Pojęcie „integracja” to według Słownika Języka Polskiego:

- 1) proces tworzenia się całości z części,
- 2) proces gospodarczy polegający na scalaniu przedsiębiorstw, działów gospodarki lub gospodarek poszczególnych krajów.

Mówiąc o integracji rynków finansowych w UE, mamy na myśli z jednej strony tworzenie możliwości swobodnego przepływu kapitału i usług finansowych w ramach UE, czyli „tworzenie się całości z części” i „scalanie” rynków finansowych poszczególnych krajów. Ten typ integracji nazwiemy integracją transgraniczną rynków finansowych. Z drugiej strony chodzi nam o „scalanie się przedsiębiorstw” działających w różnych segmentach rynku finansowego, tj. banków, zakładów ubezpieczeń, firm inwestycyjnych, co odbywa się w drodze tworzenia konglomeratów finansowych. Ten rodzaj integracji nazwiemy integracją międzysektorową.

Integracja rynków finansowych jest zjawiskiem obserwowanym od ponad dwóch dekad. Jej podłożem są procesy zachodzące w gospodarce światowej. Dla Europy szczególnie ważnym czynnikiem sprzyjającym integracji było wprowadzenie w 1999 r. wspólnej waluty krajów unijnych – euro. Proces integracji na europejskich rynkach finansowych zbiegł się z ogólnoswiatową tendencją do globalizacji i zwiększania znaczenia sekurytyzacji, które były stymulowane przez liberalizację międzynarodowych przepływów kapitałowych, znoszenie ograniczeń administracyjnych na rynkach finansowych (deregulacja), rozwój informatyki i telekomunikacji. Ze względu na dużą liczbę czynników wpływających na integrację rynków finansowych trudno jest wyodrębnić wpływ każdego z nich (Stirbu 2004, s. 7).

Z przejawami integracji rynków finansowych spotykamy się na co dzień jako klienci korzystający z usług finansowych. W Polsce może prowadzić działalność oddział banku zarejestrowanego w dowolnym kraju unijnym. Możemy w nim otworzyć rachunek lub zaciągnąć kredyt (integracja transgraniczna) bądź, idąc do oddziału banku, możemy nabyć produkt inny niż bankowy, np. jednostki



uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, czy produkt mieszany (hybrydowy), np. lokatę inwestycyjną (integracja międzysektorowa). Kwestie integracji rynków finansowych doczekały się wielu badań naukowych i zasługują także na popularyzację ze względu na rolę, jaką rynki te odgrywają i będą odgrywać w przyszłości w życiu codziennym.

Mówimy o rynkach finansowych, a nie rynku finansowym, ponieważ wyróżniamy kilka jego segmentów: bankowy, ubezpieczeniowy i kapitałowy. Według innych kryteriów (Polański 2003, s. 29) można wyróżnić rynek zindywidualizowanych transakcji finansowych o charakterze depozytowym, kredytowym i ubezpieczeniowym oraz rynek powszechnych transakcji finansowych bądź – wg innego kryterium – rynek pieniężny i kapitałowy. Podane powyżej klasyfikacje oraz inne dostępne w literaturze odzwierciedlają różnorodność rynków finansowych. W kolejnych publikacjach z tej serii skoncentrujemy się na rynku kapitałowym i bankowym (obejmującym bankowość detaliczną, korporacyjną i hipoteczną). Na rynkach tych działają pośrednicy finansowi, którymi są m.in. banki, zakłady ubezpieczeń, domy maklerskie (firmy inwestycyjne), fundusze inwestycyjne.

Unia Europejska – obok USA i (mniej znaczącej) Japonii – jest jednym z trzech najważniejszych graczy na światowych rynkach finansowych. Według danych z 2004 r. (EC 2006), obejmujących tylko kraje „starej” Unii (UE-15), UE miała od 20% do 40% udziału w poszczególnych segmentach rynków finansowych. W rynku bankowym jej udział wynosił 45% (dominujący). Udziały w rynku papierów dłużnych, ubezpieczeniowym i reasekuracyjnym były podobne jak w przypadku USA. W porównaniu z dominującymi Stanami Zjednoczonymi znacznie niższy był udział rynku akcji (25%) i funduszy inwestycyjnych (34%). Unia Europejska, przyjmując w 2000 r. Strategię Lizbońską, podjęła m.in. wyzwanie w postaci „dogonienia” gospodarki Stanów Zjednoczonych. Pomocną w tym miała być zmiana struktury rynków finansowych, tj. wzmocnienie znaczenia rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania kapitału.

Niniejszym opracowaniem rozpoczynamy serię publikacji (dodatków edukacyjnych) poświęconych integracji rynków finansowych w Unii Europejskiej. Choć euro odegrało ważną rolę w procesie integracji, nie będziemy koncentrować naszej uwagi na kwestiach wspólnej waluty, lecz zajmiemy się rzadziej popularyzowanymi zagadnieniami. Jednym z pierwszych tematów będzie plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP), który stanowił strategię rozwoju rynków finansowych Unii Europejskiej. Integracja rynków finansowych wpływa na sferę

realną gospodarki, przy czym poza korzyściami z integracji można wskazać także jej negatywne konsekwencje. Będzie to przedmiotem naszych rozważań. W następnej kolejności zajmiemy się integracją transgraniczną rynku kapitałowego i bankowego oraz integracją międzysektorową. Integracja rynków finansowych rzuca także nowe światło na kwestie ochrony konsumenta oraz sposobu i zakresu sprawowania nadzoru nad rynkami finansowymi (sieć bezpieczeństwa finansowego i dyscyplina rynkowa). Choć nie zajmujemy się wspólną walutą, to wprowadzenie możliwości dokonywania płatności w euro na ujednoczonych zasadach (SEPA – Jednolity Europejski Obszar Płatniczy) ma m.in. duże znaczenie dla rozwoju usług detalicznych. Na zakończenie niniejszej serii publikacji zastanowimy się nad możliwościami i kierunkami dalszej integracji rynków finansowych w UE.



Polskie rynki finansowe na tle unijnych

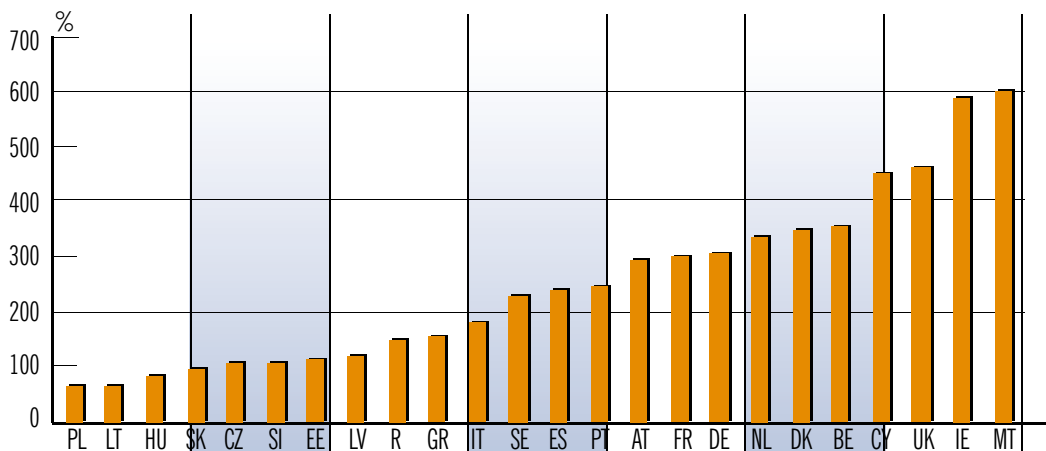
Polskie rynki finansowe nie są głównym graczem, a w większości podlegają tendencjom dominującym na rynkach krajów wysoko rozwiniętych. Wynika to z niskiego stopnia rozwoju mierzonego wartością aktywów (banki, fundusze inwestycyjne) czy poziomem zebranej składki (zakłady ubezpieczeń). Przedstawiono to na wykresach 1–3.

Według danych z 2001 r. (Stirbu 2004, s. 21) łączna kapitalizacja giełd z Europy Środkowej i Wschodniej stanowiła 0,2% światowej kapitalizacji giełd, 9,2% kapitalizacji giełdy we Frankfurcie i 95,2% kapitalizacji giełdy w Atenach. Przez ostatnie lata giełdy naszego regionu rozwijały się, jednak nie przyczyniło się to do znacznego zmniejszenia różnicy. Dla porównania w 2002 r. relacja kapitalizacji GPW do kapitalizacji giełdy we Frankfurcie wynosiła 4,1%, a w 2005 r. – 7,7%. W tym czasie kapitalizacja GPW wzrosła o około 193% (NBP 2006, s. 342).

Jak widać, przedstawione segmenty rynków finansowych są w Polsce znacznie mniej rozwinięte niż w krajach UE-15. Polskie rynki finansowe mają więc do pokonania spory dystans, a kwestie integracji są istotne dla kierunków i możliwości ich dalszego rozwoju.

Na fali fuzji i przejęć w latach 90. XX wieku zastanawiano się, czy banki lokalne mają szansę na przetrwanie, nieuchronna bowiem wydawała się domi-

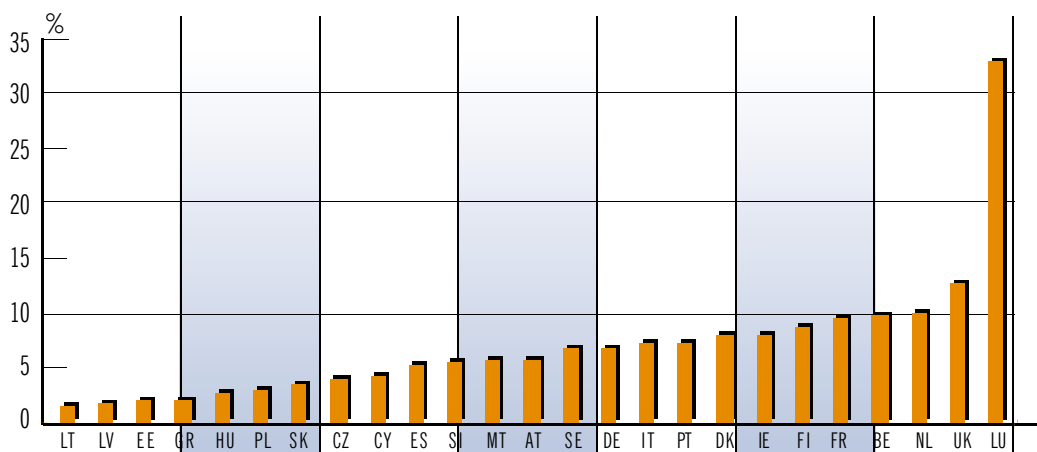
wykres 1 **AKTYWA SEKTORA BANKOWEGO w relacji do PKB***
w 2005 r.



* Na wykresie nie zamieszczono danych dotyczących Luksemburga, gdzie relacja aktywów do PKB wyniosła około 2700%.

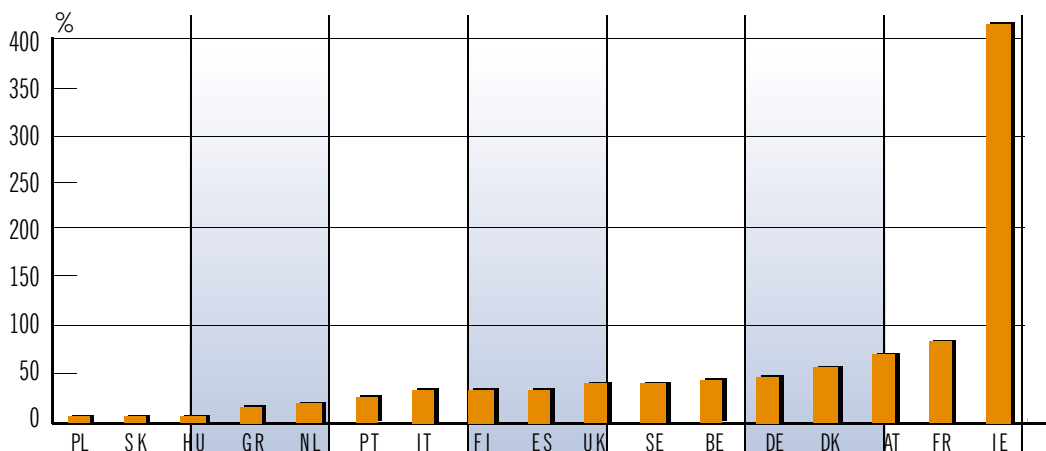
Źródło: dane EBC, opracowanie własne.

wykres 2 **SKŁADKA przypisana w relacji do PKB w 2004 r.**



Źródło: dane CEA, opracowanie własne.

wykres 3  **AKTYWA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH
w relacji do PKB* w 2005 r.**



* Na wykresie nie zamieszczono danych dotyczących Luksemburga, gdzie relacja aktywów netto funduszy inwestycyjnych do PKB wyniosła około 5200%.

Źródło: dane EFAMA, opracowanie własne.

nacja podmiotów globalnych. Lokalni pośrednicy finansowi i lokalne rynki jednak nie zniknęły i należy przyjąć, że nie znikną. Jako bariery można wskazać specyficzne dla danego kraju różnice w podatkach, kulturze finansowej czy dostępności placówek. Ponadto w Stanach Zjednoczonych – oprócz wielkich banków globalnych funkcjonują z powodzeniem banki lokalne, których istotną przewagą konkurencyjną jest znajomość lokalnego klienta (EBC 2006, s. 13–14). Rynki lokalne – takie jak Polski – mają więc szansę na dalszy rozwój.

Jak zmierzyć integrację?

Mówiąc o integracji, należy odnieść się nie tylko do samej idei, ale także określić skalę integracji. Jest to szczególnie ważne, jeżeli chce się ocenić efekty wprowadzonych rozwiązań regulacyjnych. Mierniki zdefiniowane w literaturze poświęconej integracji finansowej można podzielić na 4 podstawowe kategorie (Pagano 2002, s. 2):



- ◆ wskaźniki integracji rynku kredytowego i papierów dłużnych,
- ◆ wskaźniki integracji rynku akcji,
- ◆ wskaźniki integracji oparte na decyzjach ekonomicznych gospodarstw domowych i firm,
- ◆ wskaźniki różnic instytucjonalnych, które mogą wpływać na segmentację rynku finansowego.

Istotnym problemem w ocenie integracji jest nie tylko wybór odpowiednio skonstruowanego wskaźnika, ale także dostępność danych, które są podstawą do jego wyliczenia. Najłatwiejszy jest dostęp do danych rynkowych typu ceny papierów wartościowych, stopy procentowe, informacje o strukturze aktywów publikowane przez fundusze inwestycyjne.

Jeśli chodzi o mierniki integracji rynku kredytowego i papierów dłużnych, to wyróżniono cztery typy miar integracji (Pagano 2002 s. 2–3). Pierwszy typ miar odnosił się do różnic w poziomie stóp procentowych, a więc zmiennych łatwo osiągalnych, np. dla rynku międzybankowego, obligacji, rynku kredytów hipotecznych i korporacyjnych. Drugi typ miar dotyczył struktury portfela inwestycyjnego funduszy inwestycyjnych (ryнку pieniężnego i rynku obligacji). Kolejna grupa miar odnosiła się do różnic w wysokości opłat pobieranych przez banki za przelewy transgraniczne. Ostatnia grupa miar dotyczyła liczby i udziału banków zagranicznych w rynkach narodowych. Wszystkie podane mierniki integracji są możliwe do wyliczenia i monitorowania.

W pozostałych trzech kategoriach wyróżniono mniejszą liczbę mierników integracji. W zakresie integracji rynku akcji przyjęto, że dobrym miernikiem może być korelacja stóp zwrotu z akcji bądź lokowanie przez instytucjonalnych inwestorów aktywów na rynkach zagranicznych. Zachowanie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw proponuje się mierzyć, stosując korelację pomiędzy oszczędnościami a inwestycjami, korelację wzrostu konsumpcji oraz ocenę relacji fuzji i przejęć o charakterze transgranicznym do krajowych fuzji i przejęć. Ocena różnic instytucjonalnych sprowadza się głównie do analizy zbieżności krajowych przepisów prawnych (Pagano 2002, s. 4–5).

Na zamówienie Komisji Europejskiej przeanalizowano stopień integracji rynków finansowych po wprowadzeniu wspólnej waluty, stosując powyższe mierniki. Najbardziej zintegrowany był rynek międzybankowy i rządowych papierów dłużnych. W przypadku rynku kredytowego nie można było mówić o integracji¹, o czym świadczyła także niewielka obecność banków zagranicznych (z wyjątkiem Irlandii, Luksemburga i Wielkiej Brytanii). Można było stwierdzić rosnącą integrację rynku akcji w Eurolandzie, chociaż badane mierniki nie zawsze właściwie oddawały ocenę skali integracji. Wskaźniki decyzji gospodarstw domowych sygnalizowały wzrost integracji, którego nie było z kolei w przypadku fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Regulacje prawne charakteryzowały się dużym zróżnicowaniem, co mogło niekorzystnie wpływać na możliwości integracji rynków finansowych. Badanie to pokazało także, że konieczne jest pozyskiwanie dodatkowych danych, aby móc lepiej mierzyć integrację (Adam et al. 2002, s. 50–51).

Komisja Europejska od 2004 r. publikuje opracowania dotyczące integracji finansowej. W raporcie dotyczącym integracji finansowej z 2004 r. działalność transgraniczna (*cross-border*) występowała głównie na rynkach hurtowych, natomiast w przypadku rynku usług detalicznych była nadal rzadkością. Szczególnie odzwierciedlał to kształt sieci dystrybucji, która miała charakter lokalny (*Financial Integration Monitor*, 2004). Raport dotyczący integracji finansowej z 2005 r. potwierdził to, jednak można było zauważyć pewien postęp. Zwiększył się bowiem stopień korzystania z rachunków bankowych (z 4% do 5% obywateli UE) i kart kredytowych (z 2% do 3%) z innego kraju członkowskiego. Wiązało się to jednak głównie z migracjami po wejściu do UE nowych krajów. Najbardziej zwiększyła się integracja w przypadku funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z deklaracjami klientów zakres korzystania z usług z innego kraju członkowskiego może wzrosnąć w ciągu 5 lat: w przypadku rachunków bankowych do 15%, w przypadku kart kredytowych – do 12%, a w przypadku polis ubezpieczeń motoryzacyjnych – do 8% (z obecnych 2%). W raporcie dotyczącym integracji finansowej w 2006 r. nie zaprezentowano informacji na temat rynku bankowego, który nadal jest podstawowym segmentem rynku finansowego UE. Większą uwagę poświęcono ubezpieczeniom, funduszom emerytalnym i inwestycyjnym. Integracja tych rynków nieco się zwiększyła, jednak potrzebne są (w przypadku zakładów ubezpieczeń) stosowne zmiany legislacyjne, aby proces ten przyspieszyć. W przypadku funduszy inwestycyjnych istotną barierą integracji były wysokie opłaty dystrybucyjne.

¹ Pewne przyspieszenie integracji można było zaobserwować w przypadku rynku kredytów hipotecznych.



Integracja transgraniczna

Jak wspomniano, praktycznym przejawem integracji transgranicznej jest np. funkcjonowanie na polskim rynku oddziałów instytucji kredytowych z innych krajów unijnych. Jest to możliwe dzięki tzw. zasadzie jednolitego paszportu europejskiego. Polega ona na tym, że bank, nazywany w prawodawstwie UE „instytucją kredytową”, ma prawo do prowadzenia działalności nie tylko w kraju Unii, w którym otrzymał licencję, ale także w innych krajach unijnych – za pośrednictwem oddziałów. Wymagane jest tylko stosowne powiadomienie organów nadzorczych. Warto także wspomnieć, że istnieje możliwość świadczenia usług bankowych bez fizycznej obecności oddziału, co nazywa się „działalnością transgraniczną”. W dobie Internetu taka forma pozyskiwania klientów i świadczenia usług jest jak najbardziej możliwa do wykorzystania. Podobne rozwiązania funkcjonują także w innych segmentach rynku finansowego, tj. ubezpieczeniowym i inwestycyjnym.

Jednolity paszport europejski wiąże się także z określoną odpowiedzialnością instytucji sprawującej nadzór nad działalnością banków i instytucji gwarantującej depozyty z kraju, w którym wydano licencję (kraj pochodzenia). Nadzór nad działalnością oddziału sprawuje nadzorca z kraju pochodzenia i to on ocenia kondycję oraz bezpieczeństwo tego oddziału. Instytucja gwarantująca depozyty z kraju pochodzenia, gwarantuje je także w oddziałach zagranicznych. Nabywając więc usługi oddziału instytucji kredytowej z innego kraju UE, klient korzysta z mechanizmów ochronnych kraju pochodzenia, a nie kraju, w którym taki oddział jest zlokalizowany (kraj goszczący). Odmiennie wygląda sytuacja w przypadku posiadania przez bank z innego kraju unijnego spółki córki, czyli banku utworzonego zgodnie np. z polskim prawem i licencjonowanego przez polską instytucję nadzorczą. Według statystyk z 2005 r. (EBC 2006a) w krajach UE-25 działało 601 oddziałów z innych krajów UE (najwięcej w Wielkiej Brytanii, we Włoszech i w Niemczech); we wszystkich krajach UE było ogółem 201 259 oddziałów. Liczba oddziałów z krajów spoza UE wynosiła 208 (najwięcej działało w Wielkiej Brytanii).

Bardziej popularną formą zdobywania klientów i rynków w Europie Środkowej i Wschodniej jest posiadanie przez banki z krajów „starej” Unii spółek córek (inaczej spółek zależnych). To właśnie ta forma organizacyjna prowadzenia działalności dominuje. Skutkuje ona wysokim udziałem kapitału zagranicznego w sektorze bankowym krajów naszego regionu. Integracja transgraniczna odbywa-


ła się w takim przypadku w drodze tworzenia od podstaw banku w danym kraju bądź przejmowania udziałów w prywatyzowanych bankach albo od dotychczasowych inwestorów prywatnych. W nowych krajach członkowskich (UE-10) udział spółek zależnych od banków z krajów UE-15 wynosił 56,2% (4,6% w przypadku oddziałów). Jako przyczyny takiej sytuacji można podać lepszą izolację ryzyka z perspektywy spółki matki oraz notowanie spółki zależnej na lokalnej giełdzie, co zwiększa przejrzystość funkcjonowania całej grupy (EBC 2006a, s. 13).

Od 2000 r. do I połowy 2006 r. (EBC 2006a) miało miejsce 429 fuzji bądź przejęć wewnątrz krajowych w sektorze bankowym oraz 221 fuzji bądź przejęć transgranicznych. Fuzje i przejęcia transgraniczne, w szczególności wykraczające poza sektor bankowy, przyczyniają się do powstawania ponadnarodowych grup finansowych (konglomeratów finansowych). Jednym z ich celów jest świadczenie różnorodnych usług finansowych „pod jednym dachem” (*Allfinanz, one-stop shopping*). W ramach FSAP dążono do zniesienia barier dla fuzji i przejęć transgranicznych, a więc z czasem możliwe będzie ich zintensyfikowanie.

Innymi przejawami integracji transgranicznej są: silnie zintegrowany rynek międzybankowy, a także np. nabywania akcji na rynkach zagranicznych przez fundusze inwestycyjne. Wprowadzenie euro przyczyniło się do powstania w UE drugiego co do wielkości rynku obligacji. Do 1998 r. rynek obligacji korporacyjnych był słabo rozwinięty; po wprowadzeniu wspólnej waluty jego rozwój został przyspieszony (Stirbu 2004, s. 8).

Istotną rolę dla integracji transgranicznej odegrały podejmowane w Unii Europejskiej działania o charakterze regulacyjnym, które przyczyniły się do ograniczenia barier dla powstawania zintegrowanych rynków finansowych. Strategie rozwoju określono w Planie działań w zakresie usług finansowych (FSAP), w którym zdefiniowano trzy główne cele:

- ◆ stworzenie jednolitego hurtowego rynku usług finansowych,
- ◆ stworzenie otwartego i bezpiecznego detalicznego rynku usług finansowych,
- ◆ przygotowanie odpowiednich regulacji nadzorczych i systemu nadzoru.



Główne działania związane z tworzeniem jednolitego rynku hurtowego sprowadzały się do ujednoczenia kwestii związanych z ofertami publicznymi i prospektami emisyjnymi, *venture capital* w celu ułatwienia finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom rozpoczynającym działalność, raportowania spółek oraz zasad rachunkowości. Dla rynku detalicznego jednym z priorytetów było promowanie jednakowego rozumienia pojęć profesjonalnego uczestnika rynku i nieprofesjonalnego – tj. indywidualnego – uczestnika rynku, a także wzmocnienie zaufania konsumentów do usług finansowych. Realizacja trzeciego celu polegała głównie na zorganizowaniu współpracy pomiędzy różnymi ciałami sprawującymi nadzór, uaktualnieniu regulacji kapitałowych oraz uregulowaniu funkcjonowania konglomeratów finansowych. Jedną z istotnych zmian było wprowadzenie czterostopniowego procesu przyjmowania i wdrażania regulacji, nazywanego procesem Lamfalussy’ego. Szczegóły związane z FSAP będą przedstawione w kolejnym opracowaniu.

Integracja międzysektorowa

Jak wspomniano, jednym ze skutków fuzji i przejęć może być powstawanie konglomeratów finansowych, które dążą do oferowania klientom jak najszerzej palety usług. Są one ucieleśnieniem integracji międzysektorowej.

Za podstawowe bodźce stymulujące integrację międzysektorową należy uznać dezintermediację, czyli zmniejszanie roli banków jako pośredników finansowych, chęć dywersyfikacji przychodów, a także większą wiedzę i świadomość klientów dotyczącą możliwości lokowania oszczędności.

Zjawisko dezintermediacji dotknęło głównie rynek bankowy Stanów Zjednoczonych. W latach 80. XX wieku znaczna część klientów korporacyjnych zdecydowała się na pozyskiwanie środków z rynku kapitałowego, zamiast korzystania z kredytów bankowych. Na rynku europejskim także można było zaobserwować taką tendencję, chociaż kredyt bankowy nadal jest istotnym źródłem finansowania. O zjawisku dezintermediacji można mówić również w odniesieniu do klientów detalicznych, którzy, mając większą wiedzę na temat możliwości lokowania oszczędności, stopniowo zmniejszali swoje zainteresowanie depozytami bankowymi.

Banki i inni pośrednicy finansowi – podobnie jak przedsiębiorstwa – poszukiwały możliwości dywersyfikacji źródeł przychodów. Jednym ze sposobów było roz-


szerzanie zakresu działalności na inne segmenty rynku finansowego, co w szczególności odpowiadało oczekiwaniom klientów. Banki i zakłady ubezpieczeń budowały wokół siebie duże struktury typu konglomeratu, które w rezultacie fuzji i przejęć transgranicznych mają w większości charakter ponadnarodowy. W okresie dekoniunktury część struktur konglomeratowych „odchudzała się”. Było to dobrze widoczne na przykładzie niemieckich grup kapitałowych, rezygnujących z tych rodzajów działalności, które przyczyniły się do powstania strat. Proces ten określa się jako *demerger*. Należy bowiem pamiętać, że podstawowym celem procesów konsolidacji (fuzji i przejęć) jest zwiększanie (budowanie) wartości dla akcjonariuszy, co wymaga osiągnięcia zysków na odpowiednim poziomie.

Jak wspomniano na początku opracowania, klienci pośredników finansowych coraz częściej nabywają hybrydowe (mieszane) produkty finansowe. Przykładem takiego produktu jest lokata inwestycyjna, tj. lokata, której efektywność (oprocentowanie) zależy np. od zmiany wartości indeksu giełdowego bądź innego miernika ustalonego w umowie. Inne przykłady to popularna ze względów podatkowych polisa ubezpieczeniowa z funduszem inwestycyjnym czy też kredyt z opcją wcześniejszej spłaty. Produkty te można uznać za bezpośredni przejaw występowania integracji międzysektorowej, która przynosi nowe możliwości klientom i samym pośrednikom. Ich pojawienie się na rynku wynika z oczekiwań klientów i dążenia do jak najkorzystniejszego ulokowania swoich oszczędności.

Za czynnik stymulujący integrację międzysektorową można uznać także rynek transferu ryzyka kredytowego (CRT – *credit risk transfer*), dzięki któremu ryzyko kredytowe² jest przenoszone z banków na inne grupy pośredników finansowych. Ryzyko można przenieść dzięki takim instrumentom, jak ubezpieczenie kredytu, gwarancje finansowe czy dynamicznie rozwijające się na rynkach światowych derywaty kredytowe (kredytowe instrumenty pochodne)³. Banki są jednym z głównych graczy na tym rynku – zarówno jako podmioty sprzedające (czyli pozbywające się), jak i kupujące ryzyko kredytowe. Jako kupujący bardzo często występują zakłady ubezpieczeń i fundusze hedgingowe. Przenoszenie ryzyka kredytowego na podmioty inne niż banki przyczynia się do zacierania granic po-

² W literaturze i praktyce funkcjonują różne definicje ryzyka kredytowego. Można je przedstawić jako sytuację, w której dłużnik nie reguluje swoich zobowiązań wobec wierzyciela. Wierzyciel ponosi w związku z tym straty.

³ Kredytowe instrumenty pochodne to instrumenty finansowe, które zawierają w sobie mechanizmy kompensujące straty podmiotu sprzedającego ryzyko kredytowe. Uruchomienie tych mechanizmów następuje w przypadku wystąpienia tzw. zdarzenia ryzyka kredytowego.



między różnymi segmentami rynków finansowych. Jak wskazują badania Committee on the Global Financial System (BIS 2003 s. 24), instytucje objęte badaniem nie wykorzystywały na dużą skalę CRT do przenoszenia ryzyka w ramach tej samej grupy kapitałowej. Sugeruje to, że ryzyko kredytowe sprzedawano poza grupę kapitałową. Rozwój rynku kredytowych instrumentów pochodnych powinien więc przyczynić się do wzrostu integracji międzysektorowej.

Korzyści i zagrożenia integracji

Integracja rynków finansowych niesie zarówno korzyści, jak i zagrożenia. Korzyści należy upatrywać w możliwości zdynamizowania wzrostu PKB, zagrożenia zaś w istnieniu coraz silniejszych powiązań pomiędzy rynkami poszczególnych krajów i działającymi na nich pośrednikami finansowymi.

Według szacunków Komisji Europejskiej (Stirbu 2004, s. 17; EC 2003, s. 11–16) powstanie jednolitego rynku usług finansowych może zwiększyć wzrost gospodarczy o około 1,1%, a zatrudnienie o około 0,5%. Integracja detalicznego rynku usług finansowych mogłaby z kolei przyczynić się do osiągnięcia korzyści w wysokości około 0,7% unijnego PKB ze względu na spadek stóp procentowych. Ponadto integracja rynków finansowych powinna przyczynić się do obniżenia kosztów transakcyjnych zarówno na rynku akcji, jak i obligacji, co może mieć długoterminowy korzystny wpływ na poziom PKB. Stwierdzono także, że koszty transakcyjne związane z przeprowadzaniem rozliczeń są jednym z istotnych czynników utrudniających integrację rynków finansowych, a zatem ich ograniczenie powinno pozytywnie wpłynąć na procesy integracji.

Inne badania wykazały, że osiągnięcie w UE poziomu rozwoju finansowego zbliżonego do istniejącego w USA oznaczałoby wzrost w sektorze wytwórczym od 0,6% do 0,7% w skali roku w zależności od scenariusza (za: Guido et al. 2004). Łatwiejszy dostęp do finansowania powinien przyczynić się do pobudzenia inwestycji i tym samym rozwoju gospodarczego.


Biorąc pod uwagę wcześniej opisane działania związane z integracją transgraniczną, można stwierdzić, że nie ma barier wejścia na rynek lokalny przez banki zagraniczne. Dla rozwoju gospodarczego ważne jest to, aby banki, które wchodzi na rynek lokalny, lepiej oceniały ryzyko niż banki na nim działające. Może się to przyczynić do ogólnej poprawy oceny ryzyka kredytowego,

a tym samym – docelowo – do obniżenia ceny kredytu (ten problem w ujęciu modelowym: Kaas 2004). Podobne wnioski można sformułować w odniesieniu do działalności innej niż kredytowa – możliwości swobodnego wejścia banków na rynek przyczyniają się do wzrostu konkurencji, a tym samym powinny mieć pozytywny wpływ zarówno na jakość świadczonych usług, jak też ich ceny.

Integracja rynków finansowych ma także swoje ciemne strony, które dotychczas nie ujawniły się na rynku europejskim. Niemniej jednak nie można ich pominąć, mogą bowiem stanowić istotne zagrożenie dla gospodarki unijnej. Szczególnie ważnym problemem jest efekt zarażania (*contagion effect*). Efekt zarażania można rozpatrywać w kontekście 2 typów szoków: makro (Staub 1999, za: Schüler 2002, s. 4) i mikro (de Brandt i Hartmann 2000, za: Schüler 2002, s. 4). Szoki makro mogą wynikać z załamania koniunktury gospodarczej lub innych czynników, jak: stopy procentowe, kursy walutowe czy załamanie na rynku akcji. Szoki mikro zaś mogą przenosić się dwoma kanałami: poprzez kanał informacyjny bądź poprzez wzajemne ekspozycje na rynku międzybankowym lub w systemie płatniczym, które mogą wywołać tzw. efekt domina. Dla nowych krajów unijnych (EU-10+2) ważny jest także kanał wzajemnych powiązań kapitałowych w relacjach spółka matka i spółka córka.

Rynek międzybankowy operacji w euro jest rynkiem zintegrowanym, a więc przenoszenie się efektu zarażania byłoby na nim dosyć łatwe. Upadłość jednego z istotnych graczy na tym rynku mogłaby wywołać problemy w innych bankach, które pożyczły mu środki. Kłopoty tych banków mogłyby z kolei przenieść się na kolejne itd. Istotne jest to, że do tej pory nie wypracowano na szczeblu UE mechanizmów podziału kosztów kryzysu finansowego, którego wystąpienie – jak pokazują doświadczenia różnych krajów – często wymagało ponoszenia dosyć wysokich, w relacji do PKB, kosztów restrukturyzacji (szerzej: Iwanicz-Drozdowska 2002) Główny nacisk przy zarządzaniu kryzysowym położono na dobrowolną współpracę i wymianę informacji pomiędzy różnymi instytucjami (organy nadzoru, banki centralne i ministerstwa finansów krajów UE) na szczeblu EU, na szczeblu regionalnym (np. kraje skandynawskie), jak i porozumienia dwustronne. Podkreślono także, że odpowiedzialność finansową ponoszą przede wszystkim właściciele (szerzej: ECB 2006b).

Za pocieszające należy uznać to, że banki pożyczając sobie środki na rynku międzybankowym oceniają swoją kondycję, a więc kłopoty finansowe danego banku powinny zostać spostrzeżone w odpowiednim czasie i banki z nim współ-



pracujące na rynku międzybankowym powinny odpowiednio zareagować, nie pożyczając mu środków.

Jak wskazują badania (Brasili, Vulpes 2006), zwłaszcza duże banki są wrażliwe na zmiany zachodzące na rynku unijnym, które były przyczyną 80% zmian wariacji ryzyka podejmowanego przez banki, a więc powinny być szczególnie monitorowane. Należy także pamiętać o istnieniu – silnie krytykowanej w Stanach Zjednoczonych – doktryny „zbyt duży, żeby upaść” (*too big to fail*) i jej odmiany „zbyt ważny, żeby upaść” (*too important to fail*). Zgodnie z tymi doktrynami duży, ważny bank nie jest pozostawiany samemu sobie w przypadku kłopotów, lecz podejmowane są działania mające na celu jego uratowanie, a przede wszystkim uratowanie oszczędności ludności. System gwarantowania depozytów w żadnym kraju nie byłby w stanie przetrzymać upadłości największego banku.

Efekt zarażania może wystąpić także w ujęciu międzysektorowym. Polegałoby to na przenoszeniu się niekorzystnych zjawisk z podmiotu działającego w danej grupie kapitałowej na inny podmiot będący w tej samej grupie. Zarażanie może mieć charakter faktyczny (rzeczywiste pogorszenie kondycji) bądź psychologiczny (reakcja klientów kojarzących logo grupy).

W przypadku krajów nowej Unii możliwa jest jeszcze inna przyczyna efektu zarażania, a mianowicie zarażenie spółki córki przez spółkę matkę, co jest szczególnie ważne ze względu na strukturę własności pośredników finansowych, gdzie przeważa kapitał zagraniczny. Spółka matka, która przeżywałaby kłopoty finansowe, mogłaby przetransferować straty do spółki córki, doprowadzając ją w skrajnym przypadku do upadłości. Ucierpiałaby na tym wprawdzie reputacja spółki matki, ale ratowanie własnej kondycji w kraju pochodzenia mogłoby być priorytetem. Do tej pory taka sytuacja nie wystąpiła, jednak nie można pomijać możliwości jej wystąpienia.

Podsumowanie, czyli *navigare necesse est*...

W celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego niezbędne było i jest wspomaganie integracji rynków finansowych na szczeblu UE. Z jednej strony procesy te mogą ułatwić przedsiębiorstwom dostęp do kapitału i obniżyć poziom cen usług finansowych. Z drugiej strony trzeba jednak mieć na względzie niekorzystne zja-

wiska, które mogą wynikać z integracji. Dalszą integrację rynków finansowych w UE należy uznać za konieczność, choć proces ten wymaga szczególnej uwagi ze strony krajów niżej rozwiniętych, gdzie dominuje kapitał zagraniczny.

Bibliografia

Adam K., Jappelli T., Menichini A., Paduka M., Pagano M. (2002), *Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno, Salerno.

Brasili A., Vulpes G. (2006), *Banking integration and co-movements in EU banks' fragility*, materiały konferencyjne, listopad, Bank of Spain, Madrid.

EC (2003), *Tracking EU financial integration*, "Commission Staff Working Paper", No. SEC(2003)628, Commission of the European Communities, Brussels.

EC (2004), *Financial Integration Monitor 2004*, "Commission Staff Working Document", No. SEC(2004)559, Commission of the European Communities, Brussels.

EC (2005), *Financial Integration Monitor 2005*, "Commission Staff Working Document", No. SEC(2005)927, Commission of the European Communities, Brussels.

EC (2006), *Financial Integration Monitor 2006*, "Commission Staff Working Document", No. SEC(2006)1057, Commission of the European Communities, Brussels.

BIS (2003), *Credit risk transfer*, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basle.

ECB (2006a), *EU Banking structures*, European Central Bank, Frankfurt.



ECB (2006b), *Financial Stability Review*, December, European Central Bank, Frankfurt.

Guido L., Jappelli T., Padula M., Pagano M. (2004), *Financial market integration and economic growth in the EU*, "Working Papers", No. 118, Centre for Studies in Economics and Finance, University of Salerno, Salerno.

Iwanicz-Drozdowska M. (red.) (2002), *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, PWE, Warszawa.

Kaas L. (2004), *Financial market integration and loan competition. When is entry deregulation socially beneficial?*, "Working Paper Series", No. 403/2004, European Central Bank, Frankfurt.

Koskenkylä H. (ed.) (2004), *Financial integration*. „Bank of Finland Studies”, No. A: 108-2004, Bank of Finland, Helsinki.

Pagano M (2002), *Measuring financial integration*, materiały konferencyjne, kwiecień, European Central Bank, Frankfurt.

Polański Z. (2003), *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej* w: B. Pietrzak., Z. Polański., B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

NBP (2006), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

Schüler M. (2002), *The threat of systemic risk in banking – evidence for Europe*, "Discussion Paper", No. 02-21, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim.

Stirbu C. (2004), *Financial market integration in a wider European Union*, "Discussion Paper", No. 297, Hamburg Institute of International Economics (HWWA), Hamburg.

Walkner Ch., Raes J.-P. (2005), *Integration and consolidation in EU banking – an unfinished business*, "European Economy. Economic Papers", No. 226, Commission of the European Communities, Brussels.



NBP

Narodowy Bank Polski