

INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ od A do Z

4

kwiecień
2007

Krzysztof Piech

Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost

- Rozwój i integracja rynków finansowych
- Zagraniczne inwestycje portfelowe i bezpośrednie
- Unia Gospodarcza i Walutowa oraz optymalny obszar walutowy
- Integracja a ryzyko kryzysów finansowych
- Integracja finansowa w Europie
- Wpływ integracji finansowej na wzrost gospodarczy





KRZYSZTOF PIECH

Krzysztof Piech

Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie,
Katedra Polityki Gospodarczej

Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost

Procesy globalizacji nasiliły się szczególnie w ciągu ostatnich kilkunastu lat¹. Przynosi ona zarówno pozytywne, jak i negatywne wyniki – w zależności od stopnia przygotowania kraju do zwiększonej integracji z otoczeniem. W niniejszym opracowaniu skoncentrowano się na jednym z elementów globalizacji: na międzynarodowej integracji rynków finansowych. Pokazano jej rolę w procesach gospodarczych (szczególnie w procesach wzrostu gospodarczego). Uwagę zwrócono zarówno na pozytywne, jak i negatywne rezultaty, próbując ocenić, które z nich przeważają.

¹ Należy przypomnieć, że zjawisko globalizacji nie jest nowe i było intensywne pod koniec XIX w.

Struktura opracowania jest następująca: po wprowadzeniu do tematyki integracji rynków finansowych zostaną przedstawione mechanizmy wpływu rozwoju i integracji rynków finansowych na gospodarkę (i jej wzrost), a zwłaszcza wywołana tym możliwość wzrostu ryzyka kryzysu finansowego. Wzrost integracji rynków finansowych przynosi nie tylko problemy, ale i korzyści, czego przykładem są procesy zachodzące w UE. Dlatego w kolejnym rozdziale zostanie zaprezentowana krótka historia integracji rynków finansowych w Europie, a następnie przegląd wyników badań dotyczących wpływu rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy na świecie (w tym w krajach OECD i w UE). Przegląd zakończy się prezentacją wyników badań na temat wpływu integracji rynków finansowych na gospodarkę UE i jej wzrost.



1. Wprowadzenie

Integracja rynków finansowych jest jednym z etapów integracji gospodarczej. Tendencje do integracji rynków finansowych obserwuje się zarówno w skali całego globu, jak i w różnych jego regionach. Wyróżnia się następujące etapy międzynarodowej gospodarczej integracji regionalnej:

- 1) strefę wolnego handlu,
- 2) unię celną,
- 3) wspólny rynek,
- 4) unię gospodarczą (oraz pieniężną).

Integracja rynków finansowych jest elementem trzeciego i czwartego etapu integracji gospodarczej. Wspólny rynek obejmuje m.in. swobodę przepływu kapitału między krajami członkowskimi, a pełna unia gospodarcza – również kwestie wspólnej waluty (Wysokińska, Witkowska 2002, s. 16–17). „Pod pojęciem integracji finansowej [rynków finansowych – KP] rozumie się powszechnie liberalizację przepływów kapitałowych, harmonizację systemów podatkowych i budżetowych, unifikację instytucji bankowych i finansowych oraz integrację rynków kapitałowych” (Zabielski 1999, s. 111).



Można wyróżnić następujące etapy integracji finansowej:

- a) **liberalizacja przepływów kapitałowych** (w tym napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w dużej mierze dzięki korporacjom transnarodowym),
- b) **integracja instytucji i systemów finansowych,**
- c) dalsza integracja gospodarcza w zakresie integracji rynków kapitałowych poprzez wprowadzenie **wspólnej waluty.**

Zaprezentowana definicja silnie akcentuje aspekty instytucjonalne – ważne w przypadku Unii Europejskiej. Tymczasem do integracji rynków finansowych może dochodzić nie tylko na skutek działań władz, ale również w wyniku międzynarodowych procesów wolnego rynku – globalizacji (co podkreśla się w literaturze amerykańskiej). Z tego punktu widzenia pełna integracja rynków finansowych prowadzi do tego, że aktywa o takim samym ryzyku mogą być kupowane w różnych krajach po tej samej cenie – bez względu na ich umiejscowienie.

Integracji rynków finansowych towarzyszy rozwój rynku papierów wartościowych (jest on bardziej płynny), a stopy zwrotu z inwestycji giełdowych są bardziej zmienne i bardziej skorelowane ze zwrotami z rynków światowych niż wcześniej. Integracja często wiąże się także z niższym kosztem kapitału i poprawą ratingu kredytowego, aprecjacją realnych kursów walutowych, a także z większym wzrostem gospodarczym. W praktyce zakres i stopień integracji są różne i często zależą od działalności regulacyjnej władz, przy czym dla wzrostu integracji ważne jest, by uwzględniły one napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (Bekaert et al. 1998, s. 34).

Mimo postępującej integracji rynków finansowych w wielu krajach występuje jednak tzw. *home bias*, czyli względne przeinwestowanie na krajowych (a nie zagranicznych) rynkach. Sztandarowym tego przykładem są Stany Zjednoczone, w których w latach 80. w krajowe papiery wartościowe lokowano aż 94% krajowych środków finansowych, choć tamtejszy rynek papierów wartościowych stanowił około 48% rynku światowego (French, Poterba 1991). Tymczasem optymalną wielkością powinno być nie 94%, lecz około 40% (Lewis 1999; Britten-Jones 1994). Co więcej, zjawisko *home bias* obserwuje się niemal we

wszystkich krajach (French, Poterba 1991; Cooper, Kaplanis 1994; Tesar, Werner 1995). Ciekawe jest również to, że zjawisko *home bias* słabnie wraz z rozwojem globalizacji i integracji regionalnej, szczególnie w strefie euro. Badania przeprowadzone przez Baele et al. (2006) dla 25 krajów pokazują, że o ile w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej *home bias* maleje rocznie o 7–8%, o tyle w krajach UE spoza strefy euro ten efekt nie występuje. Tworzenie bardziej zintegrowanego, wspólnego rynku wspiera zatem integrację rynków finansowych. Integracja europejska (czy szerzej – instytucje) jest więc ważna dla postępów międzynarodowej integracji finansowej.

W teorii ekonomii pojawiło się dotąd wiele opinii na temat międzynarodowej integracji gospodarczej i jej oddziaływania na wzrost gospodarczy krajów. Już od początku kształtowania się ekonomii jako nauki byli zarówno zwolennicy wolnego handlu (A. Smith, D. Ricardo), jak i przeciwnicy (merkantyliści). Z jednej strony argumentowano, że pogłębiająca się integracja gospodarcza krajów (wolny handel) doprowadzi do wzrostu ogólnego bogactwa narodów², z drugiej zaś że zyski z tego będą dzielone nierówno i jeśli jedne kraje będą się bogaciły, to inne będą biedniały. Dalszy postęp teorii ekonomii pokazał, że możliwe jest, by wszystkie kraje zyskiwały na pogłębianiu się integracji. Niemniej jednak szczególnie w krajach rozwijających się zyskała na popularności teoria zależności, powstała w latach 50. XX w. i sformułowana przez Raula Prebischa³.

Podstawą integracji rynków finansowych w Europie były cele gospodarcze. Rozpoczęła się ona wraz z powstaniem Europejskiej Wspólnoty Węgla i Stali. Mimo że jest wiele dowodów na to, iż integracja opłaca się UE jako całości (por. dalsze części pracy), nadal pojawiają się głosy, że „zyski” z integracji rozdzielane są nierówno, a nawet że dla niektórych krajów nie jest ona korzystna⁴. Rośnie więc popularyzacja hasła przeciwko wejściu do strefy euro nie tylko wśród populistycznych polityków skrajnych partii o minimalnym poparciu wyborców, ale i wśród przedstawicieli rządów niektórych państw członkowskich UE. Zwróce-

² Stało się to podstawą koncepcji utworzenia Światowej Organizacji Handlu (WTO), międzynarodowych ugrupowań integracyjnych (np. NAFTA) oraz licznych międzynarodowych umów multi- oraz bilateralnych.

³ Teoria ta wskazuje, że bogatsze kraje uzależniają od siebie kraje biedniejsze (przykład m.in. kolonii zamorskich), by jeszcze bardziej się rozwinąć, kosztem właśnie krajów słabszych ekonomicznie. Teoria ta, choć nie zyskała potwierdzenia empirycznego, stała się bardzo popularna wśród polityków (szczególnie Ameryki Łacińskiej), m.in. prowadząc tam do wzrostu nastrojów lewicowych.

⁴ Wśród grona malkontentów wymienia się np. Włochy, gdzie silnie krytykuje się skutki wejścia tego kraju do strefy euro. Inne aspekty rozszerzenia strefy euro będą omawiane w dalszych partiach tekstu (por. optymalny obszar walutowy).



nie uwagi na aspekty polityczne integracji finansowej jest o tyle ważne, że integracja ta jest w większości rezultatem działań politycznych i regulacyjnych, a nie spontanicznego rozwoju rynku i technologii (Guiso et al. 2004, s. 2).

Tendencje do integracji rynków finansowych wyrażane w działalności polityków gospodarczych opierają się na założeniu, że dzięki niej będzie możliwy większy rozwój krajowych rynków finansowych. Te procesy są natomiast korzystne dla wzrostu gospodarczego. Integracja rynków finansowych powinna zatem – poprzez większy rozwój rynków finansowych – prowadzić do przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Gdyby tak nie było, politycy byłiby raczej zainteresowani izolacją rynków finansowych swoich krajów i nie podejmowałiby działań na rzecz pogłębienia integracji.

Współczesna teoria wzrostu (endogenicznego) coraz bardziej podkreśla, że to nie rynki pozostawione same sobie, lecz działania rządu wpływają na długookresowe stopy wzrostu gospodarczego – dotyczy to m.in. regulacji handlu międzynarodowego czy rynków finansowych (Barro, Sala-i-Martin 2004, s. 20). Pogłębienie integracji gospodarczej w kierunku wprowadzenia jednolitej waluty nie w każdym przypadku prowadzi jednak automatycznie do wyższych stóp wzrostu. Warunkiem koniecznym jest m.in. wcześniejsza synchronizacja cykli koniunkturalnych (por. zagadnienie optymalnego obszaru walutowego).

Ponadto należy zauważyć, że w ostatnich latach zmniejsza się rola akumulacji kapitału (a więc i rynków finansowych) jako czynnika wzrostu gospodarczego (Piech 2004) na rzecz takich czynników, jak wiedza (i technologia) czy innowacje⁵. Jest to elementem szerszego procesu przemian cywilizacyjnych polegających na przechodzeniu od gospodarki opartej na kapitale (kapitalizmu) do gospodarki, której wzrost opiera się na wiedzy (i innowacjach)⁶. Znajduje to też odzwierciedlenie w teorii wzrostu (por. dalsze części opracowania).

⁵ Choć wspomina się o roli innowacji finansowych, w tym o *venture capital*, jako o ważnym czynniku wspomagającym innowacyjność i konkurencyjność gospodarczą.

⁶ Wyrazem tego była m.in. strategia lizbońska Unii Europejskiej (2000 r.). W jej odnowionej wersji (2005 r.) wyraźnie wskazano na wiedzę i innowacje jako silniki trwałego wzrostu UE (European Council 2005).

W koncepcji „gospodarki wiedzy” (gospodarki opartej na wiedzy) mieści się pojęcie innowacyjności (narodowych systemów innowacji).

2. Integracja rynków finansowych – ujęcie teoretyczne


Jak już wspomniano, pierwszym etapem pełnej integracji rynków finansowych jest liberalizacja przepływu kapitału, po czym może – choć nie musi – nastąpić głębsza integracja gospodarcza, obejmująca integrację rynków walutowych. Dużą rolę w decyzji o pogłębieniu integracji odgrywają decyzje polityczne, które częściowo zależą od przekonań polityków co do opłacalności pogłębiania integracji.

2.1. Liberalizacja przepływów kapitałowych

Integracja rynków kapitałowych prowadzi między innymi do wzrostu efektywności alokacji kapitału. Oznacza to możliwość osiągnięcia wyższych zysków z lokowania kapitału za granicą. Im bardziej kraje otwierają swoje systemy finansowe na możliwość przepływów funduszy międzynarodowych, tym bardziej wzrasta efektywność wykorzystania nadwyżek finansowych w międzynarodowym systemie finansowym.

Liberalizacja przynosi też dodatkowe korzyści, np. w postaci efektu restrukturyzacyjnego. Integracja rynków będzie powodowała wzrost konkurencji między jego podmiotami, co wymusi ogólną poprawę konkurencyjności. Część słabszych podmiotów może upaść w wyniku zwiększonej konkurencji, natomiast pozostałe – pod wpływem presji restrukturyzacyjnej – poprawią efektywność funkcjonowania. Widać to na przykładzie sektora bankowego, ubezpieczeniowego i wielu innych.

Są również dowody na to, że zwiększenie otwartości gospodarki na napływ inwestycji zagranicznych poprawia jej konkurencyjność. Nawet jeśli początkowo część przedsiębiorstw upadnie, będzie to – jak to określał J. Schumpeter (1942 r.) – „twórcza destrukcja”, bo na gruzach starych firm mogą powstawać nowe, wydajniejsze, lepiej radzące sobie z konkurencją. Liberalizacja będzie zatem powodowała wzrost efektywności, konkurencyjności gospodarki poddającej się tym procesom, choć przejściowo może wywołać trudności gospodarcze, społeczne, a także polityczne. Populistycznym politykom, zwłaszcza w mniej wyedukowanych ekonomicznie społeczeństwach, bardzo łatwo bowiem przychodzi manipulowanie opinią publiczną i zrzucanie winy za upadek rodzimych przed-



siębiorstw na inwestorów zagranicznych. Z tym problemem borykało się wiele krajów rozwijających się. Jednak te, które zrozumiały korzyści z liberalizacji gospodarki, na ogół wykorzystały tę szansę na rozwój.

2.2. Rola inwestycji portfelowych

Liberalizacja przepływów kapitałowych wiąże się z rolą inwestycji portfelowych we wzroście gospodarczym. Pozostają tu do przedyskutowania kwestie międzynarodowego podziału zysków płynących z lepszej alokacji kapitału, a także ryzyka wycofania go z krajów, które tracą zaufanie inwestorów międzynarodowych.

Jeśli chodzi o pierwsze zagadnienie, to zyski te z reguły trafiają do kraju o bardziej efektywnym systemie finansowym. W krajach słabiej rozwiniętych powoduje to wzrost niezadowolenia z tego transferu zysków za granicę. Tymczasem jeśli kraj odpowiednio się na to przygotowuje, również może korzystać. Przykładowo, ułatwienia napływu zagranicznych inwestycji portfelowych oznaczają również łatwiejsze możliwości zbytu obligacji rządowych, co oznacza mniejsze koszty dla budżetu związane z obsługą zadłużenia. W przypadku działań liberalizujących napływ kapitału spadają koszty transakcyjne; dla inwestora oznacza to zwiększenie zyskowności inwestycji w obligacje i w związku z tym możliwość zmniejszenia ceny odkupienia obligacji.

Liberalizacja napływu kapitału oznacza również łatwiejsze możliwości napływu kapitału zagranicznego korzystającego np. z korzystnych różnic w oprocentowaniu bankowych lokat kapitałowych. Zwiększa to możliwości pozyskania oszczędności zagranicznych przez banki i sfinansowania dzięki nim kredytów inwestycyjnych, na czym korzysta cała gospodarka. Oczywiście korzystają na tym również inwestorzy zagraniczni.

Drugą kwestią jest liberalizacja nie tyle napływu, ile odpływu kapitału z kraju. Gwałtowny odpływ kapitału może zdestabilizować krajowy system finansowy (może wywołać kryzys finansowy), stąd niektóre kraje mogą być zainteresowane ograniczeniem możliwości wycofania kapitału. Tymczasem postępowanie takie zwiększa ryzyko inwestowania w takim kraju, co sprawia, że inwestycje słabiej napływają do niego, a koszty obsługi zadłużenia takiego kraju rosną, bo rząd będzie zmuszony zaproponować wyższe oprocentowanie swoich obligacji.

Niewiele jest krajów, które w sposób udany wprowadziły kontrolę przepływu kapitału. Wyjątkiem jest np. Chile, którego regulacje zyskały aprobatę nawet Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Większość innych przypadków spotykała się jednak z krytyką międzynarodową⁷.

2.3. Rola bezpośrednich inwestycji zagranicznych


Powyżej na ogół omawiane były przypadki przepływu kapitału portfelowego, tzw. spekulacyjnego. Podobne kwestie należy jednak rozpatrywać w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Od inwestycji portfelowych różnią się – w interesującym nas aspekcie – długością czasu potrzebnego do napływu i do wycofywania kapitału. Inwestorzy bezpośredni dłużej podejmują decyzje zarówno o podjęciu inwestycji, jak i wycofaniu się z niej. Wiąże się to ze specyfiką tych inwestycji i ponoszonymi w związku z tym kosztami. Działania liberalizujące przepływ kapitału będą ułatwiały napływ BIZ. Te inwestycje są zaś szalenie ważne dla gospodarki. W sytuacji niedostatecznej wartości krajowych oszczędności napływ inwestycji zagranicznych, zwłaszcza taki, który trwale wiąże je z krajem docelowym⁸, jest korzystny dla wzrostu gospodarczego. Dzięki temu rośnie wartość inwestycji krajowych, co przyczynia się do wzrostu PKB. Jest ponadto wiele innych czynników związanych z BIZ, korzystnie wpływających na rozwój gospodarczy:

- a) napływ nowoczesnych technologii, który często towarzyszy BIZ,
- b) napływ *know-how*, czyli mechanizmów organizacji przedsiębiorstw, zapewniających – podobnie jak technologie – wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw, do których napływają,
- c) tworzenie nowych miejsc pracy w kraju docelowym inwestycji⁹.

⁷ Nawet jeśli w sytuacji kryzysu walutowego było to uzasadnione, jak np. w przypadku Malezji (1997 r.) czy Rosji (1998 r.), którym dzięki temu udało się walczyć z kryzysem bez oczekiwanego, znacznego i długotrwałego spadku zaufania inwestorów zagranicznych.

⁸ Jest to możliwe np. poprzez włączenie bezpośredniej inwestycji zagranicznej do krajowego systemu badawczo-rozwojowego czy włączenie kraju docelowego inwestycji do swojego łańcucha wartości. W przeciwnym razie – czego dowodzi przykład Węgier sprzed kilku lat – błędy polityki gospodarczej (m.in. podniesienie płacy minimalnej) mogą prowadzić do wycofywania się inwestorów.

⁹ Inaczej niż w kraju, z którego takie inwestycje pochodzą, zwłaszcza jeśli wiąże się to z przeniesieniem inwestycji (np. fabryki) z jednego kraju do innego. Może wtedy dochodzić do redukcji zatrudnienia w kraju pochodzenia inwestycji.



Ponadto, napływ BIZ wspomaga konkurencyjność całej gospodarki, co poprawia efektywność jej funkcjonowania i przyczynia się do wzrostu gospodarczego.

2.4. Rola korporacji transnarodowych

Kwestia liberalizacji rynków finansowych oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych wiąże się z pojęciem korporacji transnarodowych¹⁰. Odgrywają one główną rolę w procesach globalizacji.

Ważną cechą korporacji transnarodowych z punktu widzenia ich wpływu na gospodarkę jest nie tylko ich wielkość (wysoka wartość aktywów, zatrudnienia), ale także oddziaływanie na wzrost gospodarczy, poprzez bezpośrednie inwestycje, których są ważnym źródłem, oraz poprzez eksport. Ponadto wraz z postępem procesów liberalizacji zwiększa się ich rola w gospodarce. W krajach relatywnie zamkniętych na wpływy zagraniczne ich udział w eksporcie jest niski – w Japonii (1998 r.) jedynie 4%, a w krajach dynamicznie otwierających się na zagranicę, jak np. Węgry w okresie transformacji – aż 80% (w 1999 r., w 1995 r. było to 58%). Rozwój korporacji transnarodowych jest też jednym z czynników rozwojowych Chin, gdzie ich udział w eksporcie wzrósł z 17% w 1991 r. do 50% w 2001 r. (UNCTAD 2002).

Korporacje transnarodowe – wystawione na dużą konkurencję międzynarodową – szybko dostosowują się do przemian zachodzących na światowych rynkach, w tym również do zmian technologicznych. Ponadto efektywnie zarządzają wiedzą (jej tworzeniem, stosowaniem i pomnażaniem), co wpływa na gospodarki krajów goszczących ich inwestycje bezpośrednie (Zorska 2006). Wzrost efektywności zarządzania wiedzą wewnątrz korporacji może też mieć pozytywne rezultaty dla krajów odbiorców inwestycji.

Widzimy zatem, że liberalizacja rynków finansowych prowadzi do rozwoju korporacji transnarodowych, te zaś przyczyniają się do rozwoju krajów, do których wkraczają (napływ BIZ) i w których działają (eksport).

¹⁰ Są to przedsiębiorstwa, które prowadzą działalność na rynkach międzynarodowych i w związku z tym mają za granicą swoje oddziały (filie). Oddziały te nazywa się czasami firmami córkami, a jednostkę macierzystą (właściciela oddziałów) firmą matką. Firmy międzynarodowe mogą nawiązywać różnego rodzaju współpracę kapitałową z firmami lokalnymi (nienależącymi do nich) – takie wspólne przedsięwzięcia noszą wtedy nazwę *joint ventures*.


2.5. Korzyści z otwierania narodowych systemów finansowych

Otwieranie się krajów na zagranicę pod względem finansowym, a zatem liberalizacja krajowych rynków finansowych, pozwala na oddziaływanie w dwóch, głównych kierunkach:

- 1) zwiększenie podaży finansów w krajach słabiej rozwiniętych finansowo, ze względu na:
 - a) przyciągnięcie efektywnie działających zagranicznych pośredników finansowych (i dostępnych za ich pośrednictwem funduszy) na słabiej rozwinięte obszary,
 - b) ułatwienie firmom ze słabiej rozwiniętych obszarów dostępu do międzynarodowych rynków finansowych (i pozyskiwania na nich kapitału),
- 2) zwiększenie efektywności alokacji kapitału.

Otwieranie się krajowego rynku finansowego na zagranicę oznacza, że zagraniczni inwestorzy mogą łatwiej dostarczać środki na realizację przedsięwzięć (w formie BIZ) – rośnie podaż kapitału. Ponadto może to oznaczać niższe koszty pozyskania kapitału ze względu na to, że koszty pozyskania zagranicznych aktywów (dzięki dostępowi do zagranicznych pośredników finansowych) mogą być mniejsze niż koszty pozyskania funduszy w kraju. Korzyści osiągają zatem zarówno podmioty zagraniczne, jak i krajowe. Ponadto, krajowe przedsiębiorstwa (a także gospodarstwa domowe) zyskują możliwość lepszej alokacji posiadanych nadwyżek finansowych, gdy na krajowym rynku stają się dostępne różne, czasami bardzo zyskowne instrumenty finansowe (np. zagraniczne fundusze inwestycyjne). Wspomaga to dywersyfikację alokacji i zmniejsza ponoszone przy tym ryzyko¹¹. Procesy te widać w Europie: między 1995 r. a 2003 r. udział zagranicznych akcji w aktywach netto funduszy inwestycyjnych w strefie euro wzrósł z 40% do 70% (Baele et al. 2004). Ponadto dostęp do zagranicznych rynków finansowych umożliwia krajowym firmom emisję akcji na giełdach za-

¹¹ Przykładowo w przypadku posiadania nadwyżek ulokowanych jedynie w krajowych instrumentach finansowych, np. akcjach, w sytuacji kryzysu giełdowego w danym kraju posiadacz akcji poniósłby większe straty, niż gdyby zdywersyfikował swój portfel, uwzględniając w nim np. akcje firm notowanych na giełdach zagranicznych.



granicznych (dzięki temu może być łatwiejszy dostęp do kapitału, a przychody z emisji mogą być wyższe).

Otwartość na wpływy zagranicy, w tym BIZ, oznacza też napływ do kraju *know-how*, lepszych technik zarządzania itp., co również zwiększa efektywność funkcjonowania firm. Rośnie ona także pod wpływem wzrostu konkurencji. Przykładem tego może być zmniejszanie się liczby instytucji kredytowych w UE, w wyniku którego jednostki najstarsze upadają (lub są przejmowane przez inne instytucje; dochodzi także do fuzji i przejęć w celu wykorzystania efektów skali), natomiast rośnie efektywność całego systemu (i firm, które pozostały). Ponadto w wyniku konkurencji spadają ceny usług finansowych (dla firm i gospodarstw domowych) w krajach o słabiej rozwiniętych rynkach finansowych, w tym poprawiają się warunki udzielania kredytów, co korzystnie wpływa na inwestycje i wzrost. Efektywność ta pomaga również w sytuacjach szoków finansowych – sprawniej funkcjonujący system jest w stanie łatwiej zaabsorbować szoki, co przyczynia się do wzrostu stabilności finansowej (González-Páramo 2005a).

Jak wspomniano, pogłębianie się procesów integracji prowadzi do wzrostu możliwości wykorzystania efektów (korzyści) skali. Krajowe jednostki zyskują dostęp do zagranicznych rynków, co w przypadku krajów słabiej rozwiniętych może przynosić szczególnie duże korzyści.

Co ciekawe i warte podkreślenia (por. również końcowe części opracowania), największe korzyści z integracji wydają się osiągać kraje o słabiej rozwiniętych systemach finansowych¹². Kraje słabiej rozwinięte finansowo mają większe szanse na rozwój gospodarczy, gdyż napędza go (por. dalsze części pracy) rozwój krajowego rynku finansowego. Może być to również cenną lekcją dla innych krajów, które będą wchodziły do Unii Gospodarczej i Walutowej.

2.6. Kanały wpływu rozwoju rynków finansowych na wzrost

W rozwoju rynków finansowych można wyróżnić dwie główne możliwości: poprzez rozwój sektora bankowego oraz poprzez rynek papierów wartościowych.

¹² Przykładowo, po wprowadzeniu euro stopy obligacji różnych krajów członkowskich strefy obniżały się do poziomu najniższych stóp, na czym szczególnie skorzystały kraje południowej Europy (González-Páramo 2005).

O ile w literaturze przyjmuje się, że rozwój systemu bankowego pozytywnie wpływa na wzrost, o tyle pewne wątpliwości wiążą się z rynkiem papierów wartościowych z tego względu, że jego rozwój (choć również pozytywnie związany ze wzrostem) może „wypierać” rozwój sektora bankowego.


Rynki finansowe wspierają wzrost na trzech płaszczyznach (Valderrama 2003):

- 1) gromadzą rozproszone depozyty, by przekształcić je w strumienie inwestycji, dzięki czemu niższe są koszty pozyskiwania większej ilości kapitału przez przedsiębiorstwa,
- 2) zmniejszają ryzyko inwestycyjne poprzez dokonywanie oceny ryzyka projektów inwestycyjnych oraz rozpraszanie posiadanych zasobów na wiele inwestycji,
- 3) zmniejszają ryzyko utraty płynności przez posiadaczy papierów wartościowych dzięki umożliwieniu (pośrednictwu) sprzedaży posiadanych przez nich papierów; poprawiają oni swoją płynność bez konieczności korzystania z kapitału zakładowego czy wycofywania się z innych, dokonywanych inwestycji.

Rola rynków finansowych sprowadza się zatem do zwiększenia efektywności wykorzystania oszczędności poprzez inwestycje, co sprzyja wzrostowi. W jaki sposób, jakimi kanałami odbywa się ten wpływ?

Zgodnie z podstawowym, klasycznym podejściem rynki finansowe pomagają w akumulacji kapitału. Kapitał jest jednym z czynników produkcji. Wzrost zasobu kapitału będzie zatem bezpośrednio oddziaływał na wzrost gospodarczy. Wpływ ten nie jest jednak bardzo duży – ogranicza go prawo malejących przychodów, zgodnie z którym każdym, kolejnym nakładom towarzyszy coraz mniejszy przyrost produktu. Ponadto przy dalszych wzrostach nakładów może być nawet tak, że dodatkowe przyrosty produktu nie będą kompensowały kosztu pozyskania kapitału, a zatem dalsze inwestowanie będzie nieopłacalne.

Lata 90. XX w. przyniosły jednak w ekonomii wiele zmian w postaci tzw. nowej teorii wzrostu czy teorii wzrostu endogenicznego. Coraz częściej powracano do pionierskich prac Schumpetera, pokazując dużą rolę zmian technologicznych



(czy w szerszym kontekście – wiedzy) we wzroście, poprzez oddziaływanie na wydajność. Przeprowadzone pod koniec lat 90. XX w. badania pokazały, że rozwój sektora finansowego może przyczyniać się do wzrostu produktywności poprzez rozwój szeroko rozumianego czynnika – wiedzy, wobec którego nie ma zastosowania prawo malejących przychodów (podobnie jak do innej formy kapitału – kapitału ludzkiego¹³).

Oddziaływanie rynków finansowych na produktywność jest o tyle ważne, że dzięki samej akumulacji kapitału nie jest możliwe przyspieszenie rozwoju krajów, natomiast dzięki produktywności – tak. Przeprowadzone badania (Benhabib, Spiegel 2000) pokazały, że występują oba kanały oddziaływania, tj. akumulacja i produktywność. Ponadto, dalsze prace (na poziomie firm, a nie krajów) wskazały jeszcze większy wzrost wagi drugiego kanału oddziaływania (González-Páramo 2005b). Przykładowo, badania Rajana i Zingalesa (1998) pokazały, że nowe firmy działające w bardziej produktywnych sektorach bardziej zależą od zewnętrznych źródeł finansowania niż krajowych, a zatem integracja rynków finansowych będzie się przyczyniała do rozwoju takich firm, zwiększając produktywność całej gospodarki.

W przypadku doświadczeń europejskich widoczny jest ponadto jeszcze jeden aspekt: wzrost integracji rynków finansowych, który w dużej mierze zależy od decyzji politycznych, a zatem także od wcześniejszego instytucjonalnego i regulacyjnego przygotowania krajowego systemu finansowego. Badania Rajana i Zingalesa (1998) oraz Galino et al. (2002) pokazały, że skala pozytywnego wpływu rozwoju finansowego na wzrost zależy od jakości regulacji finansowych i nadzoru. Integrujący się kraj przejmuje więc od innych np. standardy rachunkowości, prawo papierów wartościowych, nadzór bankowy (Guiso et al. 2004), które z reguły są na wyższym poziomie (mają wyższą jakość).


Dostosowania instytucjonalne, wzmocnienie (poprawianie jakości) regulacji finansowych również przyczyniają się więc do wzrostu gospodarczego.

¹³ Barro, Sala-i-Martin (2004).

2.7. Unia gospodarcza i walutowa

Jeszcze większe są skutki procesów liberalizacji rynków finansowych w przypadku tworzenia unii gospodarczej i walutowej. Kiedy znikają koszty transakcyjne związane z wymianą walut, a także bariery biurokratyczne dotyczące zarówno konwersji jednostek pieniężnych, jak i różnic prawnych (oraz innych), zwiększają się ogólne zyski płynące z integracji. Poprawia się efektywność funkcjonowania całego, zintegrowanego już rynku finansowego. Zmniejsza się niepewność zarówno kursów walutowych, jak i ryzyko z tym związane (brak kosztów zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym), co zwiększa efektywność funkcjonowania firm. Pełne zintegrowanie rynków finansowych, których elementem są rynki walutowe, a zatem m.in. wprowadzenie wspólnej waluty, przynosi wiele dodatkowych korzyści. Wśród nich jako końcowy efekt można wymienić przyspieszenie wzrostu gospodarczego całego ugrupowania integracyjnego. Wiąże się to z wieloma kwestiami, m.in.:

- wyeliminowaniem kosztów wymiany walut narodowych i zabezpieczania się przed zmianą kursu walutowego,
- poprawą efektywności alokacji kapitału ze względu na brak konieczności utrzymywania tak wysokich (jak w przypadku sumy pojedynczych państw) rezerw walutowych,
- możliwością zwiększenia skali produkcji (wynikającą np. z większych szans rozwoju przedsiębiorstw transnarodowych),
- obniżeniem kosztów produkcji (łatwiejsza ekspansja korporacji transnarodowych do „tańszych” krajów, a także większa koncentracja produkcji i wykorzystanie „efektów skali” w wyniku procesów fuzji i przejęć) oraz kosztów obsługi transakcji finansowych i kosztów kredytów bankowych,
- spadkiem cen (bądź słabszym tempem ich wzrostu) w wyniku ww. procesów, co oznacza większą stabilizację gospodarki, a co za tym idzie zmniejszenie ryzyka inwestowania w nią, co z kolei powoduje wzrost zainteresowania bezpośrednich inwestorów zagranicznych,
- większym skupieniem oszczędności klientów indywidualnych i większymi możliwościami udzielenia kredytów o dużej wartości, przy zachowaniu wysokiej płynności systemu finansowego,

- 
- otrzymywaniem przez klientów indywidualnych – w sytuacji rozwoju rynku finansowego – większych możliwości dywersyfikacji inwestycji, co w przypadku ich powodzenia przyczynia się do wzrostu zamożności i konsumpcji klientów, a także zwiększa możliwości wyboru dostawców i odbiorców,
 - zwiększeniem inwestycji przedsiębiorstw spowodowanym wzrostem ich zysków,
 - ujednoceniem polityki pieniężnej.

Szybszy wzrost gospodarczy powoduje z kolei poprawę sytuacji na rynku pracy. Może również wpływać na wzrost inflacji oraz importu, a także na likwidację miejsc pracy w mniej konkurencyjnych przedsiębiorstwach czy sektorach.

Ostatni z wymienionych elementów przynosi pozytywne rezultaty pod warunkiem synchronizacji cykli koniunkturalnych. W przeciwnym razie może powodować niekorzystne skutki dla niektórych krajów w postaci wyższego bezrobocia czy niższego tempa wzrostu. Większa synchronizacja cykli jest wynikiem wcześniejszej integracji gospodarczej i jest tym łatwiejsza, im bardziej otwarte są integrujące się gospodarki.

2.8. Optymalny obszar walutowy a integracja kapitałowa

Korzyści z integracji finansowej mogą być duże, jeśli kraj odpowiednio się do tego przygotowuje. Do podstawowych korzyści można zaliczyć wzrost atrakcyjności i aktywności inwestycyjnej, ożywienie wymiany handlowej, wzrost wydajności pracy i kapitału, co będzie się przyczyniać do rozwoju gospodarki.

Teoretyczną podstawą pogłębiania integracji rynków finansowych w Europie w zakresie rynków walutowych była teoria optymalnego obszaru walutowego (Mundell 1961). Jest to w uproszczeniu taki obszar geograficzny, na którym korzyści z posiadania wspólnej waluty przewyższają negatywne skutki jej wprowadzenia i posiadania. Jedną z ważnych przesłanek znalezienia się krajów na takim obszarze jest ich uprzednia konwergencja gospodarcza. Konwergencja ta

nie obejmuje jednak tzw. kryteriów konwergencji z Maastricht. Polega ona nie tyle na spełnieniu formalnych przesłanek wejścia do UGW¹⁴, ile na rzeczywistej zbieżności rozwoju gospodarek. Chodzi tu głównie o zbieżność (konwergencję) pod względem cykliczności wzrostu gospodarczego (i innych agregatów makroekonomicznych), a zatem o synchronizację cykli koniunkturalnych¹⁵.

Integracja gospodarcza – wyrażająca się m.in. wzrostem współzależności rozwoju krajów – nie zawsze musi przynosić pozytywne rezultaty¹⁶. Należy oczywiście zauważyć, że przewaga braku korzyści nad zyskami występuje jedynie w okresach kryzysowych – są one jednak krótsze niż okresy pomyślnej koniunktury.

Jeśli istnieje synchronizacja między cyklem koniunkturalnym unii walutowej a cyklem integrującego się z nią kraju, to częstotliwość występowania wstrząsów asymetrycznych jest mała (Bayoumi, Eichengreen 1997). Oznacza to, że mała jest potrzeba utrzymywania płynnego kursu walutowego i autonomii ustalania stóp procentowych, co pozwalałoby na łagodne dla gospodarki zaabsorbowanie skutków takiego wstrząsu. Jeśli tej synchronizacji nie ma (lub jest słaba), to kraj integrujący się potrzebuje autonomicznych wobec unii walutowej narzędzi polityki pieniężnej i walutowej, by zminimalizować negatywne skutki ewentualnego wstrząsu. Koszty integracji walutowej byłyby zatem wyższe.


Strefa euro a Wielka Brytania

Między innymi właśnie ze względu na zjawisko synchronizacji cykli koniunkturalnych Wielka Brytania nie chce wejść do strefy euro. Pierwsze z pięciu pytań w tzw. testach Browna (ministra finansów, obecnie premiera) dotyczyło tego, czy cykle koniunkturalne i struktury gospodarcze Wielkiej Brytanii i Europy są na tyle podobne, by po przyjęciu euro Wielka Brytania

¹⁴ Choć są one pewnym odzwierciedleniem konwergencji gospodarczej (np. upodobnienia się stóp inflacji, stóp procentowych, kursów walutowych krajów).

¹⁵ Nie musi to jednak oznaczać, że warunkiem przyjęcia wspólnej waluty jest wcześniejsze powstanie optymalnego obszaru walutowego. NBP (2004, s. 37–39) – opierając się na opinii A. Alesiny – argumentuje, że należy brać pod uwagę przyszłe korzyści z członkostwa w Unii (zagadnienie endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego). Wejście Polski do UGW może być zatem optymalne nawet w sytuacji niezbyt wysokiej synchronizacji cykli. Pozostaje jednak problem ryzyka wystąpienia szoku asynchronicznego w okresie pomiędzy wzrostem synchronizacji do poziomu „optymalnego” a wejściem do UGW.

¹⁶ Jeśli obejmuje gospodarki o niestabilnych fundamentach oraz o zagrożonym potencjale wzrostowym, które dominują nad innymi krajami wchodzącymi w skład ugrupowania integracyjnego, to może powodować przenoszenie się kryzysów między państwami, na czym mogą ucierpieć kraje o względnie dobrej sytuacji gospodarczej (poprzez powiązania gospodarcze z krajami objętymi kryzysem) – przykład kryzysów w krajach Mercosur (Piech 2003).



mogła się nadal szybko rozwijać. Dotychczasowe badania (również autora) pokazywały bowiem, że brytyjski cykl koniunkturalny jest bardziej zsynchronizowany z amerykańskim niż z cyklem kontynentalnej Europy. Badania przeprowadzone w ramach testów Browna pokazały, że nie można liczyć na zmianę długookresowych kierunków synchronizacji cykli. Stąd płynął wniosek, że Wielkiej Brytanii nie opłaca się głębsza integracja w ramach UE – wejście do UGW.

Widzimy zatem, że pogłębienie integracji rynków finansowych wymaga odejścia od *home bias*, co ma miejsce w przypadku integracji kapitałowej (wprowadzenia wspólnej waluty)¹⁷. Ustanowienie wspólnej waluty jest korzystne wtedy, gdy na danym terenie występuje optymalny obszar walutowy. O optymalności obszaru walutowego możemy zaś mówić m.in. w przypadku, gdy cykle koniunkturalne integrujących się krajów są zsynchronizowane¹⁸.

3. Integracja rynków finansowych a gospodarka – ryzyko kryzysów finansowych

Integracja rynków finansowych przynosi korzyści całemu światu – przekonanie to legło u podstaw tworzenia Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Kraje członkowskie MFW, przyjmując obowiązki wynikające z art. VIII statutu MFW, zobowiązują się nie stosować restrykcji wobec transakcji bieżących (na mocy art. XIV można przejściowo odejść od realizacji tego artykułu). W przypadku niedostosowań instytucjonalnych i po stronie polityki gospodarczej integracja finansowa może jednak mieć negatywne (przynajmniej przejściowo) rezultaty dla gospodarki. Może bowiem wystąpić kryzys finansowy. Pojawiają się opinie, że ceną za wzrost integracji rynków finansowych jest wzrost ryzyka wystąpienia kryzysów finansowych.

W XIX w. i na początku XX w. kryzysy finansowe (w tym te o charakterze międzynarodowym) były stosunkowo częstym zjawiskiem. Szczególnie negatywny charakter miały na początku lat 30. XX w. (Wielki Kryzys). Po II wojnie światowej ich liczba znacznie spadła. Okres korzystnego rozwoju gospodarki świa-

¹⁷ Nie oznacza to oczywiście, że integracja rynków kapitałowych jest tożsama z wprowadzeniem wspólnej waluty.

¹⁸ Ponadto unią walutową powinny tworzyć kraje o dużym stopniu otwartości, dużej mobilności siły roboczej i wysokim stopniu elastyczności płac.

towej zakończył się jednak dwoma kryzysami naftowymi, załamaniem systemu z Bretton Woods i światowym kryzysem zadłużeniowym (od 1982 r.). Lata 90. XX w. i początek XXI w. to okres nasilonego występowania różnego rodzaju kryzysów finansowych (z których najważniejszy to „grypa azjatycka” z lat 1997–1998)¹⁹.


Widzimy zatem, że kryzysy finansowe nie są zjawiskiem rzadkim, a wręcz odwrotnie – w historii gospodarczej świata pojawiały się dość często. Oznacza to, że wraz ze wzrostem gospodarczym stymulowanym rozwojem rynków finansowych należy zwracać większą uwagę na właściwą regulację rynków – by nie dopuścić do wystąpienia kryzysu (Kruger 2006). Należy zauważyć, że okresy wzrostu gospodarczego są dłuższe niż okresy trwania kryzysów (gospodarczych) i dlatego mimo występowania zjawisk kryzysowych świat się rozwija.

3.1. Nieprzygotowanie instytucjonalne do liberalizacji rynków finansowych

Liberalizacja rynków finansowych niesie wiele korzyści: otwarcie krajowych rynków na dopływ kapitału pozwala uzupełnić brakujące zasoby kapitałowe zagranicznymi oszczędnościami. Pozwala to m.in. na sfinansowanie większych inwestycji, a zatem przyczynia się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego i zwiększa konkurencyjność krajowych instytucji finansowych. Liberalizacja oznacza również wystąpienie zagrożeń, spowodowanych możliwością zarówno odpływu kapitału, jak i napływu. Do wcześniejszych rozważań można dodać, że problemy związane z nieodpowiednim przygotowaniem liberalizacji rynków finansowych ujawniają się szczególnie w okresie dynamicznego wzrostu gospodarczego świata (przykład kryzysów wschodnioazjatyckich). Występuje wtedy przejściowa nadpłynność światowego systemu finansowego, która jest lokowana w krajach mających dobre perspektywy rozwojowe²⁰. W sytuacji nadpłynności menedżerowie instytucji finansowych mają tendencje do przeceniania możliwych zysków – w porównaniu z ponoszonym ryzykiem. Nie jest to zachowanie racjonalne, lecz podejmowane pod wpływem „euforii” (Kindleberger 1999). Jak

¹⁹ Przykładowo, Kaminsky, Reinhart (1996) w latach 1970–1995 w 20 krajach Azji, Europy, Ameryki Łacińskiej i Bliskiego Wschodu zidentyfikowali 25 kryzysów bankowych i 71 kryzysów bilansu płatniczego; w latach 70. liczba kryzysów wyniosła, odpowiednio, tylko 3 i 25. Z 25 kryzysów bankowych 18 było poprzedzonych liberalizacją sektora finansowego (w ciągu poprzedzających je pięciu lat).

²⁰ Kraje wschodnioazjatyckie przed kryzysem cieszyły się np. dużą wiarygodnością w oczach agencji ratingowych, nie mówiąc o wysokich stopach wzrostu.



wskazuje Puzyrewicz (2004), menedżerowie są raczej nagradzani za zyski, niż karani za straty, co sprawia, że chętniej akceptują wyższe ryzyko (przykład pożyczek dla podmiotów wschodnioazjatyckich i meksykańskich przed wystąpieniem tam kryzysów finansowych). Fundusze inwestycyjne otrzymują zatem silne bodźce do inwestowania w ryzykowne przedsięwzięcia. Ponadto przemiany rynków finansowych sprawiają, że nie tylko fundusze inwestycyjne, ale i banki stają się pośrednikami finansowymi – odchodząc od swojej tradycyjnej roli jako bezpiecznego pośrednika między strumieniami prywatnych oszczędności a strumieniami długookresowych kredytów.

Ponadto, do kryzysu może się przyczynić nie tylko odpływ kapitału zagranicznego, ale nawet spowolnienie jego napływu do kraju w porównaniu z wcześniejszymi okresami, a dokładniej – ryzyko rośnie wraz ze wzrostem zmienności (fluktuacji) międzynarodowych przepływów kapitałowych.

Warto również podkreślić, że nie tylko odpływ, ale i napływ kapitału²¹ może być niekorzystny, ponieważ:

- a) zwiększenie wartości pieniądza w obiegu utrudnia politykę antyinflacyjną, zmuszając do podwyższania stóp procentowych (co chłodzi koniunkturę) bądź „sterylizacji” (poprzez operacje otwartego rynku lub rezerwy obowiązkowe),
- b) napływ waluty zagranicznej prowadzi do aprecjacji waluty krajowej, co zmniejsza konkurencyjność cenową eksportu i negatywnie oddziałuje na wzrost gospodarczy.

W celu ograniczenia napływu kapitału stosuje się np. nakazy odprowadzania na rachunek (nieoprocentowany) w banku centralnym części kwoty, która napływa do kraju czy obowiązek pozostawiania kapitału w kraju przez minimalny, określony czas (np. rok). Aby ograniczyć odpływ kapitału, wprowadza się np. podatek od zakupów za waluty obce (w tym zakupów lokalnej waluty), podwójny kurs walutowy (inny w przypadku transakcji handlowych, a inny, mniej korzyst-

²¹ Warto zauważyć, że kwestia ta może być ważna także dla naszego kraju w związku z napływem funduszy unijnych i inwestycji zagranicznych o dużej wartości (na co wskazują polskiemu rządowi eksperci np. z MFW). Sytuacja taka nosi ogólniejszą nazwę „choroby holenderskiej” (po odkryciu gazu w Holandii i rozpoczęciu jej eksportu pogorszyła się konkurencyjność eksportu holenderskiego w wyniku aprecjacji waluty).

ny w przypadku inwestora zagranicznego), kapitałowych, konieczność uzyskiwania zgody banku centralnego na odpływ z kraju większych kwot za granicę.

Stosowanie ograniczeń w przepływie kapitału nie jest dobrze odbierane na rynkach finansowych, jednak przykład Chile pokazuje, że można robić to w sposób udany, nie zakłócając rozwoju kraju, a nawet go wzmacniając.

Ograniczenia przepływu kapitału w Chile

W celu ograniczenia przepływu kapitału w Chile stosowano (w 1998 r.) następujące instrumenty (Chrabonszczewska, Oręziak 2000, s. 152–153):

- 1) obowiązek złożenia w banku centralnym na nieoprocentowanym rachunku depozytu o wartości 30% kapitału lokowanego w kraju na jeden rok,
- 2) obowiązek posiadania przez firmy i banki chcące pozyskać środki na rynku międzynarodowym co najmniej takiej wiarygodności (mierzonej oceną ratingową dwóch międzynarodowych agencji), jaką mają obligacje rządu chilijskiego,
- 3) obowiązek pozostawiania w kraju kapitału zagranicznego przez minimum rok.

Doświadczenia niektórych krajów rozwijających się pokazały, że wprowadzanie tego typu ograniczeń administracyjnych (zwłaszcza konieczność uzyskiwania zgód i zezwoleń) było korupcyjne.

Podsumowując: do wzrostu integracji rynków kapitałowych należy się przygotować, w tym od strony instytucjonalnej²². Rozrost instytucji może jednak ograniczać rozwój rynków (bariery administracyjne, korupcja). Niezbędna jest zatem równowaga, by z jednej strony eliminować błędy rynku, z drugiej zaś minimalizować błędy rządu.

²² Zwiększenie roli instytucji we wzroście i rozwoju gospodarczym w ostatnich latach wskazuje coraz więcej ekonomistów.



3.2. Liberalizacja rynków finansowych a kryzysy: Azja Wschodnia w 1997 r.

Kryzysy w Azji Wschodniej w dużej mierze były wywołane chęcią jednoczesnej maksymalizacji zysków z liberalizacji (otwierania) rynków finansowych krajów tego regionu i zachowania możliwie największej kontroli rządów nad gospodarką, poprzez utrzymywanie sztywnych kursów walutowych. Działania te są sprzeczne, gdyż otwieranie rynków finansowych na zagranicę zwiększa jej wpływ na krajową gospodarkę. Niedostosowanie polityki gospodarczej do tego procesu, polegające na utrzymywaniu kontroli nad gospodarką w sferze wymiany międzynarodowej, zamiast zezwalania na (np. kontrolowany) wpływ zagranicy na kurs wymiany, właśnie tworzy tę sprzeczność. W konsekwencji okazało się, że tę „wojnę o wpływ” na gospodarkę narodową wygrała zagranica – mająca znacznie większe środki finansowe zaangażowane w gospodarkę kraju niż rząd (i bank centralny) w rezerwie walutowej kraju – a rządy musiały uwolnić kursy walutowe.

Niedostosowanie instytucjonalne w dużej mierze ujawniło się w sektorze bankowym i nadzorze nad nim, który nie był wystarczająco przygotowany na ryzyko wynikające z nadmiernego zadłużania się w walutach zagranicznych. Duża swoboda zaciągania kredytów zagranicznych zwiększyła możliwość ekspansji kredytowej banków (towarzyszyło temu złagodzenie kryteriów oceny wiarygodności kredytowej kredytobiorców). Poprawiło to ich wyniki finansowe, aczkolwiek po dewaluacji walut narodowych koszty tego poniosło społeczeństwo. Koszty te polegały np. na znacznym wzroście zadłużenia gospodarstw domowych (i przedsiębiorstw) wyrażanego w zdevaluowanej walucie krajowej, a także znacznym podniesieniu stóp procentowych. Zwłaszcza ostatnie działanie było niekorzystne, bo w sytuacji zagrożenia kryzysem gospodarczym zamiast obniżyć stopy w celu zachęcania przedsiębiorstw do inwestowania (dla ograniczenia skutków ewentualnego kryzysu), co np. System Rezerwy Federalnej USA wcześniej często robił, podwyższano je. Politykę taką często zalecał Międzynarodowy Fundusz Walutowy, co spotkało się z szeroką krytyką międzynarodową (m.in. szczególnie ze strony laureata Nagrody Nobla J. Stiglitz). MFW wymagał również równoważenia budżetu, co – abstrahując od wniosków z polityki keynesowskiej²³ – dodatkowo prowadziło do wzrostu społecznych kosztów kryzysów. Ponadto na cele stabilizacji finansowej kraje objęte kryzysem zaciągały wysokie kredyty.

²³ Ponadto warto zauważyć, że na mocy Paktu Stabilności i Wzrostu dozwolone jest przekraczanie limitu 3% deficytu budżetowego w stosunku do PKB – właśnie w okresach recesji.


Wniosek z tego jest następujący: do liberalizacji rynków finansowych należy się przygotować. Potwierdzają to wyniki badań Kaminsky i Reinhart (1996 r.): z 25 analizowanych kryzysów bankowych 18 było poprzedzonych liberalizacją sektora finansowego (w ciągu pięciu lat).

4. Integracja rynków finansowych w Europie a gospodarka

Widzieliśmy już, że nieprzygotowanie rynków finansowych do integracji podczas dynamicznego wzrostu gospodarczego dzięki rozwojowi rynków finansowych może prowadzić do kryzysów finansowych (i gospodarczych). Właściwie przygotowana i przeprowadzona integracja może jednak przynieść wiele korzyści, czego przykładem są procesy w UE, rozpoczęte od liberalizacji przepływów kapitałowych i prowadzące do unii walutowej.

Ponadto według Europejskiego Komisarza ds. Rynku Wewnętrznego i Usług (McCreevy 2006) integracja rynków finansowych przynosi Europie następujące korzyści:

- 1) dla handlu międzynarodowego i inwestycji ponadgranicznych – rynki europejskie stają się bardziej atrakcyjne dla inwestycji spoza UE i w ramach UE,
- 2) dla konkurencji – zwiększa się konkurencja między dostawcami usług, co obniża ceny usług, poprawia ich jakość i różnorodność,
- 3) łatwiej osiągnąć zyski z korzyści skali, co prowadzi do oferowania lepszych i bardziej innowacyjnych produktów i usług po niższych cenach oraz wspomaga wzrost małych i średnich przedsiębiorstw z sektora niefinansowego,
- 4) zmniejszają się obciążenia administracyjne (choć początkowo wymaga to poniesienia kosztów związanych z ich ujednoczeniem),
- 5) wzrasta różnorodność produktów, poprawia się ich jakość i obniżają ceny, a także zwiększają się możliwości inwestycyjne, stopy zwrotu z inwestycji i spadają koszty finansowe,

- 
- 6) wraz z integracją rośnie stabilność finansowa, sektor publiczny może zaspokoić swoje potrzeby po niższych kosztach, czyli ogólniej – rośnie konkurencyjność gospodarek.

Wiedząc to, Komisja Europejska w 1999 r. wdrożyła *Financial Services Action Plan*²⁴. Do tego czasu integracja rynków finansowych w UE była bardzo ograniczona.

4.1. Liberalizacja rynków finansowych w Unii Europejskiej

Na początkowych etapach integracji europejskiej integracja rynków finansowych nie odgrywała znacznej roli. Na mocy Traktatu Rzymskiego swoboda przepływu kapitału była dość ograniczona, ponieważ kraje członkowskie chciały mieć większą kontrolę nad ich gospodarkami, rynkiem wewnętrznym czy sytuacją pieniężną. Obawiano się zwłaszcza zakłóceń po stronie bilansu płatniczego, które mogłyby być wywołane gwałtownymi ruchami kapitału, a kraje członkowskie chciały mieć niezależne od siebie instrumenty radzenia sobie z takimi zagrożeniami.

Mimo przejściowej liberalizacji przepływów finansowych na mocy dwóch dyrektyw z 1960 i 1962 r., które zniosły ograniczenia dewizowe w zakresie przepływu towarów i osób, niektóre kraje członkowskie (m.in. Francja i Włochy) szeroko stosowały dozwolone klauzule ochronne. Do ograniczonych postępów w liberalizacji rynków przyczyniło się też załamanie systemu z Bretton Woods na początku lat 70.

W latach 80., wraz z poprawą sytuacji gospodarczej po dwóch kryzysach naftowych, nasiliły się procesy integracji rynków finansowych w Europie. Rządy zaczęły coraz bardziej przekonywać się do korzyści z integracji rynków finansowych. Pojawiły się także rozwiązania technologiczne, które ułatwiły ten proces. Integrację tę wywołał wzrost współzależności gospodarczej (wywołanej wzrostem wymiany handlowej) krajów EWG²⁵.

²⁴ Zagadnienie to jest omówione przez Aleksandrę Pilecką w innym numerze dodatku do „Banku i Kredytu” nt. rynków finansowych.

²⁵ Co ciekawe, przed utworzeniem ERM (1979 r.) kraje członkowskie systemu miały bardziej zsynchronizowane cykle koniunkturalne ze Stanami Zjednoczonymi niż z Niemcami. Po utworzeniu ERM stały się bardziej zsynchronizowane z cyklem niemieckim (z wyjątkiem Irlandii), co może dowodzić wykształcenia się europejskiego cyklu koniunkturalnego. Por. Artis, Zhang (1997).

Skutkiem tych zmian było wprowadzenie w 1984 r. ściślejszego nadzoru nad stosowaniem przez kraje EWG klauzul ochronnych, w celu ograniczenia ich stosowania, a także dyrektyw z 1986 r. i 1988 r., znacznie liberalizujących przepływy kapitałowe²⁶.

W wyniku nasilania się procesów integracji rynków finansowych w Europie znacznie wzrosła wartość przepływu kapitału między krajami. Dotyczyło to zwłaszcza kapitału bezpośredniego, który jest szczególnie korzystny dla długookresowego wzrostu. Budowanie wspólnego rynku spowodowało, że Unia stała się atrakcyjniejsza na tle innych regionów świata i w związku z tym napływało więcej BIZ²⁷. Dzięki postępowi integracji gospodarczej w UE Unia jako całość stała się silniejszym partnerem gospodarczym i mogła więcej inwestować poza swoimi granicami, a także więcej inwestycji napływało do niej z tzw. krajów trzecich.

Nie oznacza to, że integracja rynków finansowych w UE została zakończona. W dalszym ciągu występują pewne bariery przepływu kapitału²⁸.

4.2. Integracja walutowa w Unii Europejskiej

Czwartym etapem integracji gospodarczej jest integracja walutowa. W początkowym, powojennym etapie integracji gospodarczej w Europie nie uwzględniano jej²⁹ – nie znalazły się one w Traktacie Rzymskim EWG. Mimo przyjęcia Planu Wernera, zakładającego utworzenie w latach 1971–1980 unii ekonomicznej


²⁶ Pierwsza z nich zliberalizowała rynek długoterminowych kredytów handlowych i emisję papierów wartościowych. Druga – ważniejsza w skutkach, gdyż realizowała pierwszy etap unii gospodarczej i walutowej – wprowadzała od 1 lipca 1990 r. pełną swobodę transakcji kapitałowych (uwzględniała więc też kapitał krótkookresowy).

Była to jedna z trzech swobód (kolejnymi były: swoboda osiedlania się oraz swoboda świadczenia usług – powstałe jeszcze na mocy Traktatu Rzymskiego, aczkolwiek nie realizowane w praktyce), których wprowadzenie w życie było warunkiem utworzenia jednolitego rynku finansowego. Szerzej na temat jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej w: Chrabonszczewska, Oręziak (2000), s. 48–57.

²⁷ Towarzyszył temu proces zwiększania się wzajemnych inwestycji zagranicznych wewnątrz UE: udział wewnątrzunijnych BIZ w ogóle BIZ krajów członkowskich wzrósł z 41% w 1984 r. do ponad 60% w latach 1991–1993 (*Economic...*, 1996, s. 88). Wpływało to korzystnie na wzrost gospodarczy krajów uczestniczących w przepływie inwestycji.

²⁸ Wynikają one np. z prawa podatkowego, procedur ostrożnościowych w sektorze usług finansowych (np. w zakresie możliwości inwestycyjnych funduszy emerytalnych), możliwości zachowania tzw. złotej akcji przez Skarb Państwa w procesach prywatyzacji, różnych rozwiązań krajowych w zakresie opodatkowania dochodów z kapitału (Kawecka-Wyrzykowska 2004, s. 98–100).

²⁹ Warto odnotować głos J.M. Keynesa na rzecz stworzenia jednolitej, światowej waluty (*bancor*), dla zapewnienia większej stabilizacji rynków finansowych po okresie Wielkiego Kryzysu i wielu kryzysów walutowych w jego trakcie, a także opinie Roberta Mundella (Nagroda Nobla w 1999 r.) również na rzecz jednej waluty.



i walutowej, nie został on zrealizowany. Przyczynił się jednak do utworzenia Europejskiego Systemu Walutowego (ESW), poprzez:

- a) utworzenie w 1972 r. tzw. węża walutowego (tj. pasma wahań walut narodowych wokół kursu centralnego o $\pm 1,115\%$),
- b) powołanie w 1973 r. Europejskiego Funduszu Współpracy Walutowej.

ESW rozpoczął działalność w 1979 r. W jego ramach wprowadzono Europejską Jednostkę Walutową – ECU (European Currency Unit), Mechanizm Kursów Walutowych – ERM (Exchange Rate Mechanizm) i mechanizm kredytowy.

Wydarzenia z początku lat 90., częściowo związane z recesją gospodarczą o charakterze cyklicznym, doprowadziły do załamania systemu ERM. Na skutek ataków spekulacyjnych na waluty narodowe doszło do dewaluacji (wrzesień 1992 r.) kursów brytyjskiego funta, włoskiego lira i hiszpańskiej pesety, a Włochy i Wielka Brytania wystąpiły z ERM³⁰. W wyniku tego kryzysu Wielka Brytania do dziś pozostaje sceptyczna wobec integracji walutowej.

Traktat z Maastricht uwzględnił m.in. stworzenie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) w trzech etapach:

- 1) od 1 lipca 1990 r. – liberalizacja przepływów kapitałowych, co miało prowadzić do liberalizacji usług finansowych,
- 2) od 1 stycznia 1994 r. – zaczęły działać instytucje UGW: Europejski Instytut Walutowy (pierwotnie Europejski Bank Centralny),
- 3) od 1 stycznia 1999 r. – przekazywanie kompetencji krajowych banków centralnych na rzecz Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

Bardzo ważnym etapem integracji europejskich rynków finansowych było wprowadzenie nowej waluty – euro³¹. Pozwoliło to Unii Europejskiej (a przynajmniej części jej kra-

³⁰ Po dalszych napięciach na rynkach walutowych rozszerzono (w sierpniu 1993 r.) pasmo wahań kursów do $\pm 15\%$.

³¹ Nastąpiło to 1 stycznia 1999 r. w odniesieniu do operacjach bezgotówkowych, a w formie gotówkowej – 1 stycznia 2002 r.

jów) stawić czoła procesom globalizacji i rosnącej dominacji Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej (mimo początkowej deprecjacji euro). Integracja ta objęta (choć w różnym stopniu) wszystkie elementy systemu finansowego państw Unii Gospodarczej i Walutowej, a przede wszystkim rynku pieniężnego³².

W maju 1999 r. Komisja Europejska zgłosiła inicjatywę utworzenia wspólnego rynku usług finansowych w celu wsparcia wzrostu gospodarczego, co wpisywało się w realizowaną przez Unię tzw. strategię lizbońską.

Tendencje do liberalizacji rynków i pogłębiania integracji zostały zahamowane przez Parlament Europejski w 2006 r., który przyjął tzw. Dyrektywę Bolkesteina, znacznie ograniczającą – w stosunku do pierwotnej propozycji Komisji Europejskiej – swobodę wzajemnego dostępu krajów członkowskich UE do ich rynków usług. Uznał on, że tendencje do integracji i rozwoju rynków finansowych, a zwłaszcza wspólna waluta, mają jednak korzystny wpływ na wzrost gospodarczy³³. Również Komisja Europejska (2006) wskazuje, że należy przyspieszyć proces integracji rynków finansowych. Zauważa przy tym, że dzięki temu złagodzi się wpływ wstrząsów ekonomicznych (szoków zewnętrznych, ale również cyklicznych recesji) na dochody i krajowe rynki kredytowe.

Przyjmuje się, że integracja rynków finansowych w UE pozwoli – poprzez ich efektywniejsze funkcjonowanie – na przyspieszenie rozwoju Unii i szybsze doganianie Stanów Zjednoczonych (co jest zgodne z celami strategii lizbońskiej). Pomoże w tym wykorzystanie efektów skali, zwiększenie dostępu – przede wszystkim dużych przedsiębiorstw – do tańszego finansowania swoich inwestycji poprzez rynki kapitałowe. Korzystać na tym będą przede wszystkim kraje, które są w strefie euro.

Dotychczasowe doświadczenia z już ponad ośmioletniego funkcjonowania strefy euro pokazują, że mimo początkowych obaw (i silnej początkowo deprecjacji euro), przynosi ona pozytywne skutki dla UE (choć o różnej sile w poszczególnych krajach). Jednym z nich jest zwiększenie odporności krajów członkowskich na zewnętrzne szoki.

³² Wspólna polityka pieniężna spowodowała w pierwszej kolejności integrację niezabezpieczonych wcześniej segmentów rynku pieniężnego, głównie rynku międzybankowego i rynku krótkookresowych instrumentów pochodnych. Następnie integracji poddały się zabezpieczone segmenty rynku pieniężnego, tj. rynek *repo* i rynki krótkookresowych zastawów (*securities*). Dzięki wprowadzeniu euro gwałtownie zaczął się rozwijać rynek obligacji, zwłaszcza w segmencie prywatnym (emisja obligacji denominowanych w euro przez prywatne przedsiębiorstwa). W strefie euro również wzrosła integracja rynków giełdowych, a także doszło do wielu fuzji o wysokiej wartości (Duisenberg 2001).

³³ Rezolucja Parlamentu Europejskiego w sprawie większej konsolidacji usług finansowych (2006/2081(INI)), Strasburg, 4 lipca.



5. Rozwój rynków finansowych a wzrost gospodarczy – przegląd wyników badań empirycznych

Dotychczasowe rozważania miały na ogół charakter teoretyczny. Poniżej przedstawiono wybrane wyniki badań empirycznych dla różnych grup krajów.

Jak już zauważono, do udowodnienia pozytywnego wpływu integracji rynków finansowych na gospodarkę i jej wzrost niezbędne jest wcześniejsze wykazanie, że rozwój rynków finansowych ma na to pozytywny wpływ oraz że integracja rynków finansowych prowadzi do ich rozwoju. Poniżej zaprezentowano taki dowód.

Ocena wpływu rozwoju rynków finansowych na wzrost gospodarczy nie jest łatwa (m.in. ze względu na trudność wyboru odpowiednich wskaźników rozwoju rynków). Ekonomiści nie są zgodni co do siły związków między czynnikami finansowymi a wzrostem gospodarczym. Przykładowo J. Robinson (1952, s. 86) uważała, że finanse podążają za rozwojem przedsiębiorstw („where enterprise leads, finance follows”), a zatem rozwój rynków finansowych jest odpowiedzią na rozwój gospodarki (i kreowany przez nią popyt na nowe usługi finansowe). Późniejsze prace (Greenwood, Jovanovic 1990) wskazywały na równoległość, współzależność rozwoju rynku finansowego i wzrostu gospodarczego: wzrost gospodarczy dostarcza środków, dzięki którym powstają pośrednicy finansowi (a więc rynki finansowe się rozwijają), z kolei proces ten przyspiesza wzrost gospodarczy poprzez wspomaganie alokacji kapitału.

5.1. Rozwój rynków finansowych a wzrost w różnych krajach świata

W jednej z pierwszych prac badających relacje między rozwojem rynków finansowych a wzrostem gospodarczym R. Goldsmith (1969) na przykładzie 35 krajów udowodnił występowanie podobieństwa (korelacji) pomiędzy rozwojem finansowym a gospodarczym w ciągu kilku dekad. W przypadku kilku krajów zauważył, że okresom szybszego wzrostu gospodarczego towarzyszyły ponadprzeciętne stopy rozwoju finansowego³⁴.

³⁴ Nie wykazał jednak – jak się czasami wskazuje w literaturze – zależności przyczynowo-skutkowej między obydwojma zjawiskami. Co więcej, występowanie korelacji może zatem też oznaczać odwrotną zależność, tj. że to wzrost gospodarczy może prowadzić do rozwoju finansowego. Nie jest to zatem wystarczające narzędzie badawcze. Jednym ze sposobów rozwiązania problemu przyczynowości może być badanie danych z różnych okresów, np. najpierw dochodzi do rozwoju rynków finansowych, a dopiero w kolejnych latach do przyspieszenia wzrostu.


W kolejnych latach (do lat 90.) poczyniono niewielkie postępy w badaniach tych relacji. Robert Lucas (1988 r.) uważał np., że ekonomiści przykładają zbyt dużą wagę do związków pomiędzy czynnikami finansowymi a wzrostem gospodarczym³⁵. Zdaniem A. Kruger (2006), mimo że nikt nie zaprzeczał, że sektor finansowy odgrywał rolę we wzroście, to ważność tego była stale niedoceniana – aż do lat 90. Dopiero kryzysy finansowe (por. poprzedni rozdział) i badania Levine'a (oraz jego współautorów) rzuciły nowe światło na te relacje.

Przełomową pracą w tym zakresie był artykuł Kinga i Levine'a (1993a). Jak to podkreślił Zingales (2003): „w 1993 r. wiele osób wątpiło, że jest związek pomiędzy finansami a wzrostem; obecnie jedynie niewiele to robi”. Na próbie 80 krajów w latach 1960–1989 autorzy ci wykazali, że występuje silna korelacja między realnym PKB na osobę a rozmiarem pośrednictwa finansowego (mierzonego jako wartość płynnych zobowiązań systemu finansowego dzielonych przez wartość PKB). Jest też pozytywna, statystycznie istotna korelacja między realnym PKB na osobę a zakresem, w jakim pożyczki są kierowane do sektora prywatnego. Dalsze badania (King, Levine 1993b) pokazały, że w każdym przypadku spośród czterech rozpatrywanych przez ww. autorów wskaźników rozwoju finansowego oraz spośród trzech mierników wzrostu (długookresowe stopy wzrostu na osobę, akumulacja kapitału, wzrost produktywności) wskaźniki korelacji były istotne i miały wysoką wartość. Przykładowo (zakładając występowanie przyczynowości), wzrost rozmiarów pośrednictwa finansowego od średniej dla kwartyła krajów o najwolniejszym wzroście do średniej dla kwartyła krajów o najszybszym wzroście podnosiłby stopę wzrostu na osobę o prawie 1% rocznie, co jest bardzo dużą wartością (King, Levine, 1993b). Ponadto wzrostowi relacji szerokiego pieniądza do PKB o 10 punktów procentowych towarzyszy przyspieszenie wzrostu PKB o $\frac{1}{4}$ punktu procentowego rocznie (King, Levine 1993b).

Dalsze obliczenia pokazały, że początkowy poziom rozwoju finansowego jest dobrym predyktorem³⁶ następujących po nim stóp wzrostu, akumulacji kapitału fizycznego i efektywności gospodarczej w kolejnych 30 latach (King, Levine 1993b). Mogłoby jednak być tak, że rynek finansowy rozwija się w oczekiwaniu na przyszłe wzrosty, a zatem *de facto* to wzrost powoduje rozwój rynków finansowych we wcześniejszych

³⁵ Dopiero późniejsze badania pokazały, że można mówić o wpływie rozwoju rynków finansowych na wzrost już dla wczesnych stadiów rozwoju krajów. W Stanach Zjednoczonych już w latach 1790–1850 poprawa systemu finansowego przyczyniała się do trwałego wzrostu (Rousseau i Sylla, 1999).

³⁶ To jest czynnikiem, za pomocą którego można prognozować inne zjawiska.



latach. Kwestie te zostały dodatkowo zbadane przez innych badaczy pod kątem występowania przyczynowości. Związki te potwierdzili Wachtel i Rousseau (1995) przy użyciu testu przyczynowości Grangera dla wielu szeregów czasowych. Dalsze prace (Levine et al. 2000; Benhabib, Spiegel 2000) przy użyciu zarówno szeregów czasowych, jak i danych przekrojowych (sektorowych) pokazały, że rozwój finansowy silnie wpływa na wzrost gospodarczy.

Współcześnie zatem uważa się, że optymalny system finansowy (kombinacja dobrze rozwiniętego systemu prawnego oraz systemu bankowego i pozabankowego, tj. giełdowego), zwiększa efektywność decyzji finansowych, przez co poprawia się alokacja zasobów, a dzięki temu następuje wzrost gospodarczy (Duisenberg 2001). Przegląd literatury dokonany przez Levine'a (1997) prowadzi do wniosku, że istnieje związek pomiędzy rozwojem finansowym a długookresowym wzrostem, mimo że w krótkim okresie mogą występować wahania wywołane panikami finansowymi i recesjami. Potwierdzają to ostatnie wyniki badań, pokazujące, że rozwój finansowy wiąże się z wyższym wzrostem gospodarczym (Guido et al. 2004).

W literaturze istnieją więc silne dowody empiryczne na to, że rozwój rynków finansowych pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy.

5.2. Rozwój rynków finansowych a wzrost w krajach rozwiniętych

OECD przyjął jako wskaźniki oceny rozwoju sektora finansowego następujące mierniki (odniesione do wartości PKB):

- a) łączny poziom należności banków depozytowych z tytułu kredytów dla sektora prywatnego (miara stopnia pośrednictwa finansowego sektora bankowego),
- b) kapitalizację rynku papierów wartościowych (wartość notowanych akcji) (przybliżona miara łatwości pozyskiwania funduszy na rynku).

Z badań OECD wynika, że systemy finansowe krajów OECD w latach 80. i 90. (a dokładniej – między 1990 i 1997 r.) znacznie się rozwinęły, zwłaszcza jeśli chodzi o drugi wskaźnik (poprawa we wszystkich krajach OECD z wyjątkiem

Japonii³⁷). Znalaziono silny związek między kapitalizacją rynku papierów wartościowych a wzrostem oraz negatywny związek między poziomem kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu a wzrostem (Cotis 2005, s. 50–52). Gdy do modelu włączono inflację, uzyskano wyniki wskazujące na pozytywny związek pomiędzy poziomem kredytów a wzrostem³⁸.

Według OECD (Cotis 2005) poziom rozwoju systemu finansowego wpływa na wzrost gospodarczy i to w większym stopniu niż na inwestycje. Mogą z tego wypływać wnioski dla polityki gospodarczej. Dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego ważne mogą być np. nie tyle stopy procentowe, których wysokość wpływa na inwestycje, ile działania rządu względem rynków finansowych w celu ułatwienia ich rozwoju³⁹.

Rozwój finansowy, mierzony jako rozmiar pośrednictwa finansowego lub zewnętrznego finansowania w stosunku do PKB, ma istotny, pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy, zarówno bezpośrednio poprzez wydajność, jak i pośrednio – poprzez wpływ na tworzenie kapitału fizycznego i kapitału wiedzy (Pelgrin et al. 2002). Dotyczy to zarówno krajów rozwijających się, jak i rozwiniętych (krajów OECD)⁴⁰.

Jak pokazują nowsze badania na podstawie 20 krajów członkowskich OECD (Sevres et al. 2006), regulacje rynku finansowego są ważne dla wzrostu gospodarczego. Przemysły, które opierają się na zewnętrznych źródłach finansowania, rozwijają się szybciej w krajach, gdzie regulacje zezwalają na silniejszą konkurencję na rynkach usług bankowych i instrumentów finansowych. Wpływa to również na wzrost produktu i produktywności. Potwierdza to wcześniejszy wniosek – o roli polityki gospodarczej w zakresie regulacji rynków finansowych we wzroście.


W przypadku rozpatrywania jednego z elementów rynku finansowego – giełd papierów wartościowych – istnieje dość obszerna literatura, pokazująca zależności między indeksami giełdowymi a dynamiką wzrostu gospodarczego. Uznaje się,

³⁷ W Japonii w 1990 r. rozpoczął się kryzys giełdowy, który doprowadził do znacznej deprecjacji aktywów giełdowych.

³⁸ Wiąże się to z tym, że zmienna poziomu kredytów bankowych zależy od innych czynników pieniężnych, np. podaży pieniądza czy popytu na niego (Cotis 2005, s. 50–52).

³⁹ A. Krueger (2006) przykładowo wskazuje na znaczenie długości procesów sądowych (czas odzyskiwania wierzytelności), która wynosi średnio sześć miesięcy w krajach uprzemysłowionych, a w rozwijających się – znacznie dłużej, np. 591 dni w Boliwii czy aż 1 000 dni w Polsce.

⁴⁰ Leahy et al. (2001).



że indeksy są dobrymi wskaźnikami wyprzedzającymi koniunktury gospodarczej, aczkolwiek związki pomiędzy nimi a wzrostem mogą być obustronne: kondycja giełdy może wpływać (zwłaszcza w okresie kryzysu giełdowego) na koniunkturę makroekonomiczną, a wahania wzrostu gospodarczego mogą oddziaływać na koniunkturę giełdową⁴¹.

5.3. Wpływ integracji rynków finansowych na wzrost gospodarczy UE

Ze względu na trudności z szacowaniem związków między rozwojem poszczególnych rynków finansowych a wzrostem gospodarczym niełatwo ocenić wpływ makroekonomiczny integracji tych rynków. Jeśli jednak integracja rynków finansowych prowadzi do ich rozwoju, a rozwój rynków finansowych powoduje wzrost gospodarczy (co pokazano wyżej), to również integracja rynków finansowych prowadzi do wzrostu gospodarczego. Bardzo trudno jest jednak znaleźć bardziej bezpośrednie dowody empiryczne. Niewiele jest badań z tego zakresu, a te, które są, pochodzą dopiero z ostatnich kilku lat.

Symulacje przeprowadzone dla wielu krajów przez London Economics (2002) za pomocą modelu makroekonomicznego pokazały, że w wyniku integracji europejskich rynków finansowych, wpływającej m.in. na zmniejszenie kosztów finansowych, w ciągu kolejnych 10 lat:

- a) długookresowy PKB Unii będzie wyższy o 1,1% (o 130 mld euro w cenach z 2002 r.), aczkolwiek oddziaływanie w poszczególnych krajach będzie się różniło i zawierało w przedziale 0,3–2,0%,
- b) PKB na osobę (w cenach z 2002 r.) w UE będzie wyższy o 350 euro,
- c) ogólne inwestycje biznesowe będą wyższe o prawie 6%, a prywatna konsumpcja – o 0,8%,

⁴¹ W Polsce wykazano (na danych kwartalnych w okresie 1996 r. – II kwartał 2003 r. – zob. Fundowicz 2003) podobieństwo między tempem zmian WIG a tempem wzrostu gospodarczego. Pozostają jednak wątpliwości, czy zmiany na warszawskiej giełdzie mają związek z polską gospodarką, czy może bardziej z międzynarodową sytuacją giełdową. Współczesne giełdy światowe są bowiem silnie powiązane ze sobą (Piech 2002).

d) ogólne zatrudnienie będzie wyższe o 0,5%.

Potencjalne zyski z integracji finansowej są zatem znaczne zarówno dla całej Unii, jak i poszczególnych krajów czy sektorów gospodarki, aczkolwiek nie są równo rozdystrybuowane (Giannetti et al. 2002, s. 43).

Zgodnie z wynikami badań Guiso et al. (2004) zwiększenie integracji finansowej (do takiego poziomu, jaki jest w USA⁴², lub do maksymalnego poziomu w danym kraju UE-15) zwiększy wartość dodaną całej UE-15 o 0,59–0,72 pkt proc. rocznie (w zależności od przyjętego scenariusza)⁴³, a produkcję przemysłową o 0,73–0,89 pkt proc., choć efekty wzrostowe będą się istotnie różniły między krajami i sektorami.

W pierwszym scenariuszu, największy wpływ integracji rynków finansowych odnotują Belgia, Dania, Włochy (wzrost wartości dodanej o ponad 1 pkt proc. rocznie), a najmniejszy – kraje najbardziej rozwinięte finansowo, tj. Holandia, Wielka Brytania i Szwecja (poniżej 0,5 pkt proc. rocznie). W drugim scenariuszu największy wpływ odnotują Niemcy (wzrost wartości dodanej o ponad 0,8 pkt proc. rocznie), a najmniejszy – Wielka Brytania (poniżej 0,2 pkt proc. rocznie). Warto zauważyć, że odpowiada to wzorom rozwoju rynków finansowych: Wielka Brytania jest ewidentnym przykładem kraju o bardzo rozwiniętym rynku papierów wartościowych (wysoka kapitalizacja giełdy), a Niemcy są wzorcem rozwoju systemu bankowego⁴⁴.

Kraje o względnie słabych strukturach finansowych (np. Belgia, Dania, Niemcy, Włochy) będą bardziej korzystały na integracji rynków finansowych niż kraje o względnie wysokim poziomie rozwoju finansowego (np. Wielka Brytania, Szwecja, Holandia), które niewiele zyskają.


Wyniki te w dużej mierze zostały potwierdzone (Guiso et al. 2004) już nie na poziomie przemysłów (jak to było wyżej), ale na podstawie dużej próby firm z 26 krajów. Rozwój finansowy ma większy wpływ na małe i średnie firmy⁴⁵ niż na duże (te na ogół mają większe możliwości korzystania z międzynarodowych rynków finansowych). Wpływ integracji finansowej na rozwój przedsiębiorstw będzie

⁴² Przyjmuje się (np. Rajan, Zingales 1998 i inni), że USA mogą być wzorem dla Europy ze względu na to, że mają najbardziej rozwinięte rynki finansowe.

⁴³ Wcześniejsze badania (Giannetti et al. 2002) pokazywały wpływ na wartość dodaną rzędu 0,75–0,94 pkt proc.

⁴⁴ Dlatego oba te systemy określa się jako anglosaski i kontynentalny (czy niemiecki).

⁴⁵ Zdefiniowane jako zatrudniające mniej niż 200 osób.



zatem większy w krajach, w których jest więcej małych i średnich przedsiębiorstw, tj. w Austrii, Belgii, Grecji, Włoszech, Hiszpanii i Szwecji.

Ciekawe może być sprawdzenie, jak integracja rynków finansowych wpłynęłaby na sytuację nowych członków UE, w tym Polski. Guiso et al. (2004) oszacowali, że spośród sześciu analizowanych krajów największy wpływ na wzrost sprzedaży w sektorze wytwórczym będzie na Litwie i w Polsce, a najmniejszy – w Czechach.

Innym interesującym zjawiskiem jest oddziaływanie integracji na konwergencję. Według Thirlwalla (2006, s. 240–241) nie ma dowodów na konwergencję stóp bezrobocia w Europie (na poziomie regionów) oraz dochodu na osobę od lat 80. ze względu na zmniejszenie barier handlu i przepływu czynników produkcji (we wcześniejszych okresach były one widoczne). Pozytywne oddziaływanie procesów integracji może być zatem bardzo odległe w czasie. Głównym czynnikiem różnicującym regiony są różne nakłady na działalność badawczo-rozwojową.

6. Podsumowanie

Zaprezentowane rozważania pokazują, że zjawisko integracji rynków finansowych jest złożone. Obejmuje ono liberalizację rynków, pogłębianie się integracji, również w kierunku obejmującym rynki kapitałowe, by ewentualnie doprowadzić do przyjęcia wspólnej waluty.

Jak pokazano, liberalizacja rynków finansowych jest korzystna dla świata jako całości, a także na ogół jest korzystna dla poszczególnych krajów. Zwiększa dostęp do kapitału, którego często brakuje w krajach o słabiej rozwiniętym systemie finansowym, poprawia alokację kapitału, zwiększa efektywność funkcjonowania gospodarki.

Liberalizacja krajowego rynku finansowego i otwarcie go na wpływy zewnętrzne powodują jednak wzrost wpływu koniunktury zagranicznej na gospodarkę kraju⁴⁶. Z jednej strony może to mobilizować rządy do poprawy jakości prowadzonej polityki gospodarczej. Z drugiej jednak strony jeśli rządy

⁴⁶ W tym opinii inwestorów zagranicznych (także korporacji transnarodowych) na temat perspektyw rozwoju kraju docelowego inwestycji.

nie mogą poradzić sobie z problemami gospodarczymi lub nie przewidzą na czas zagrożeń (i nie przeciwdziałają im, np. nie stworzą odpowiednich instytucji), może wystąpić kryzys finansowy. Rynki finansowe to przy tym nie tylko kapitał spekulacyjny (często obwiniany za kryzysy), ale również inwestycje bezpośrednie, które nierzadko istotnie, bardzo pozytywnie przyczyniają się do wzrostu zatrudnienia, rozwoju technologicznego czy w ogóle do rozwoju gospodarczego. Również integracja walutowa – jeśli jest odpowiednio przygotowana – przynosi znaczne korzyści ekonomiczne.

Integracja rynków finansowych to jednocześnie możliwość osiągnięcia znacznych zysków (wzrostu) i – w przypadku niedostosowania instytucjonalnego – ryzyko kryzysów finansowych (i recesji gospodarczych). Biorąc jednak pod uwagę to, że po każdym kryzysie przychodzi kiedyś okres rozwoju, a także to, że fazy pomyślnej koniunktury są dłuższe niż okresy recesji, w sumie daje to na ogół bardzo pozytywny rezultat.

Procesy międzynarodowej integracji finansowej mają korzystny wpływ na wzrost gospodarczy na jego różnych płaszczyznach: kraju, regionów, przemysłów i firm. Są one tym większe, im głębsza jest integracja. Z tego względu powinny być kontynuowane dążenia do pełniejszej integracji – zarówno międzynarodowej, regionalnych ugrupowań integracyjnych, jak też pojedynczych krajów. Korzyści z integracji rynków finansowych nie wynikają tylko z koncepcji teoretycznych, ale znajdują potwierdzenie w wynikach (nielicznych jeszcze) badań empirycznych. Pokazują one, że dzięki integracji finansowej wzrost gospodarczy krajów integrujących się może być znacznie wyższy – nawet o 2 pkt proc. rocznie w długim okresie. Co ciekawe, największe korzyści z integracji osiągają kraje o słabiej rozwiniętych systemach finansowych. Wśród nowych krajów członkowskich UE jedno z największych korzyści z integracji może odnotować Polska. Należy też pamiętać, że integrację rynków finansowych wspomaga przyjęcie wspólnej waluty, co jest jednym z wielu argumentów na rzecz wejścia naszego kraju do strefy euro.



Bibliografia

Artis M., Zhang W. (1997), *International Business Cycles and the ERM: Is there a European Business Cycle?*, "International Journal of Finance and Economics", Vol. 2, No. 1, s. 1–16.

Baele L., Ferrando A., Hördahl P., Krylova E., Monnet C. (2004), *Measuring financial integration in the EU area*, "Occasional paper", No. 14, ECB, Frankfurt.

Baele L., Pungulescu C., ter Horst J. (2006), *Model Uncertainty, Financial Market Integration and the Home Bias Puzzle*, <http://ssrn.com/abstract=920660>

Barro R., Sala-i-Martin X. (2004), *Economic growth*, 2nd ed., The MIT Press, Cambridge (MA) – London.

Bayoumi T., Eichengreen B. (1997), *Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency Area Index for European Countries*, "European Economic Review", Vol. 41, No. 3–5, s. 761–770.

Bekaert G., Harvey C.R., Lumsdaine R.L., (1988), *Dating the Integration of World Equity Markets*, "Working Paper", No. 6724, NBER, Cambridge.

Benhabib J., Spiegel M., (2000), *The Role of Financial Development in Growth and Investment*, "Journal of Economic Growth", Vol. 5, No. 4 (December), s. 341–360.

NBP (2004), *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Warszawa.

Britten-Jones M. (1994), *The sampling error in estimates of mean-variance efficient portfolio weights*, "Journal of Finance", Vol. 54, No. 2, s. 655–671.

Chrabonszczewska E., Oręziak L. (2000), *Międzynarodowe rynki finansowe*, SGH, Warszawa.

Cooper I., Kaplanis E. (1994), *Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium*, "Review of Financial Studies", Vol. 7, No. 1, s. 45–60.

Cotis J.-P. (red.) (2005), *Zrozumieć wzrost gospodarczy. Analiza na poziomie makroekonomicznym, poziomie branży i poziomie firmy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

Duisenberg W. (2001), *The role of financial markets for economic growth*, przemówienie na konferencji "The Single Financial Market: Two Years into EMU", Oesterreichische Nationalbank, 31 May, Vienna,
<http://www.ecb.int/press/key/date/2001/html/sp010531.en.html>
European Council (2005), *Presidency conclusions*, Brussels.

French K.R., Poterba J.M. (1991), *Investor diversification and international equity markets*, "American Economic Review", Vol. 81, No. 2, s. 222–226.

Fundowicz J. (2003), *Koniunktura giełdowa a koniunktura makroekonomiczna*, w: K. Piech, S. Pangsy-Kania (red.), *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, Elipsa, Warszawa.

Giannetti M., Guiso L., Jappelli T., Padula M., Pagano M. (2002), *Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth. Final Report*, "Economic papers", No. 179, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels.



Goldsmith R. (1969), *Financial structure and development*, Yale University Press, New Haven.

González-Páramo J. M. (2005a), *Financial integration and economic growth. Lessons from the European experience*, przemówienie wygłoszone 28 stycznia na konferencji “Foro Chile – Unión Europea”, Fundación Euroamérica, Santiago de Chile, <http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050128.en.html>

González-Páramo J. M. (2005b), *Access to finance and economic development*, przemówienie wygłoszone 18 października, Centre for Financial Stability (CEF), Buenos Aires, <http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp051018.en.html>

Greenwood J., Jovanovic B. (1990), *Financial Development, Growth, and the Distribution of Income*, “Journal of Political Economy”, Vol. 98, No. 5, Part 1, s. 1076–1107.

Guiso L., Jappelli T., Padula M., Pagano M. (2004), *Financial Market Integration and Economic Growth in the EU*, “Working Paper”, No. 118, University of Salerno, Centre for Studies in Economics and Finance, Salerno.

Kaminsky G., Reinhart C. (1996), *The Twin Crises: Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, “International Finance Discussion Papers”, No. 544, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

Kawecka-Wyrzykowska E. (2004), *Swoboda przepływu kapitału*, w: E. Kawecka-Wyrzykowska, E. Synowiec (red.), *Unia Europejska*. Tom 1, Instytut Konjunktur i Cen Handlu Zagranicznego, Warszawa.

Kindleberger Ch. (1999), *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa.

King R., Levine R. (1993a), *Financial Intermediation and Economic Development*, w: M. Colin, X. Vives (eds), *Financial intermediation in the construction*, Centre for Economic Policy Research, London.

King R., Levine R. (1993b), *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, "Quarterly Journal of Economics", Vol. 108, No. 3, s. 717–737.

Komisja Europejska (2006), *Gospodarka UE: przegląd za 2006 r. Wzmocnienie strefy euro: najważniejsze priorytety polityki*, Komunikat Komisji Wspólnot Europejskich, COM/2006/714 SEK(2006) 1490, Bruksela, 22 listopada.

Kruger A. (2006), *Financial Markets and Economic Growth*, przemówienie wygłoszone 28 września w Tokio,
<http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/092806.htm>

Leahy M., Schich S., Wehinger G., Pelgrin F., Thorgeirsson T. (2001), *Contributions of Financial Systems to Growth in OECD countries*, "Working Paper", No. 280, OECD Economic Department, Paris.

Levine R. (1997), *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, "Journal of Economic Literature", Vol. 35, No. 2, s. 688–726.

Levine R., Loayza N., Beck T. (2000), *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, "Journal of Monetary Economics", Vol. 46, No. 1, s. 31–77.

Lewis K.K. (1999), *Trying to explain home bias in equities and consumption*, "Journal of Economic Literature", Vol. 37, No. 2, s. 571–608.

London Economics (2002), *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets. Executive Summary*, Report to The European Commission – Di-



rectorate-General for the Internal Market, London Economics (in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting), November.

McCreevy Ch. (2006), *Financial Capital Markets Integration in Europe*, SPEECH/06/313, Reuters Newsmaker Event, Shanghai, 18 May.

Mundell R. (1961), *Optimum Currency Areas*, "American Economic Review" vol. 51, No. 4, s. 657–664.

Pelgrin F., Schich S., de Serres A. (2002), *Increases in Business Investment Rates in OECD Countries in the 1990s: How Much Can Be Explained by Fundamentals?*, "Working Paper", No. 327, OECD Economic Department, Paris.

Piech K. (2002), *Wpływ zewnętrznych impulsów kapitałowych na gospodarkę Polski – ilościowa analiza siły integracji giełd światowych w latach 1998-2001*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH”, zeszyt 24, s. 123–132.

Piech K. (2003), *Współzależność tempa rozwoju gospodarczego państw Mercosur a kryzysy gospodarcze*, w: K. Piech (red.), *Integracja regionalna – kryzysy gospodarcze*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2003.

Piech K. (2004), *Gospodarka oparta na wiedzy w Polsce i w zachodniej Europie z punktu widzenia zmieniającej się roli kapitału*, w: W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Szczecin.

Puzyrewicz T. (2004), *Przemiany globalnego rynku kapitałowego a kryzysy walutowe*, w: T. Bernat (red.), *Rynek kapitałowy – mechanizm, funkcjonowanie, podmioty*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Szczecin.

Rajan R.G., Zingales L. (1998), *Financial Dependence and Growth*, "American Economic Review", Vol. 88, No. 3, s. 559–586.

Robinson J. (1952), *The Generalization of the General Theory*, w: J. Robinson, *The rate of interest, and other essays*, MacMillan, London.

Rousseau P.L., Sylla R. (1999), *Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth*, "Working Paper", No. 7448, NBER, Cambridge.

Schumpeter J.A. (1942), *Capitalism, Socialism, and Democracy*, Harper and Brothers, New York.

Tesar L.L., Werner I. (1995), *Home bias and high turnover*, "Journal of International Money and Finance", Vol. 14, No. 4, s. 467–492.

Thirlwall A.P. (2006), *Growth & Development. With Special Reference to Developing Economies*, 8th ed., Palgrave – Macmillan, Basingstoke – New York.

UNCTAD (2002), *World Investment Report 2002*, New York – Geneva.

Valderrama D. (2003), *Financial Development, Productivity, and Economic Growth*, „Economic Letter” No. 18, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Wachtel P., Rousseau P. (1995), *Financial Intermediation and Economic Growth: A Historical Comparison of the U.S., U.K., and Canada*, w: M. Bordo, R. Sylla (eds), *Anglo-American financial systems: Institutions and markets in twentieth-century North America and the United Kingdom*, Business One Irwin, Homewood (IL).



Wysokińska Z., Witkowska J. (2002), *Integracja europejska. Rozwój rynków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa – Łódź.

Zabielski K. (1999), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Zingales L. (2003), *Commentary on “More on Finance and Growth: More Finance, More Growth by Ross Levine*, s. 31–46), “Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, Vol. 85, No. 4, s. 47–52.

Zorska A. (2006), *Korporacje transnarodowe. Przemiany, oddziaływania, wyzwania*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.



NBP

Narodowy Bank Polski