



Munich Personal RePEc Archive

Financial integration in Europe after the introduction of the euro. A literature overview.

Gajewski, Krzysztof and Olszewski, Krzysztof and Pawłowska, Małgorzata and Rogowski, Wojciech and Tchorek, Grzegorz and Zięba, Jolanta

National Bank of Poland, University of Warsaw, Warsaw School of Economics

October 2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/42570/>
MPRA Paper No. 42570, posted 16 Nov 2012 14:43 UTC

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 277

Integracja finansowa w Europie po wprowadzeniu euro. Przegląd literatury

Krzysztof Gajewski, Krzysztof Olszewski, Małgorzata Pawłowska,
Wojciech Rogowski, Grzegorz Tchorek, Jolanta Zięba

Autorzy są pracownikami Instytutu Ekonomicznego NBP. Poglądy wyrażone w artykule odzwierciedlają ich własne opinie a nie oficjalne stanowisko NBP.

Projekt graficzny:
Oliwka s.c.

Skład i druk:
Drukarnia NBP

Wydął:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. 22 653 23 35, fax 22 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2012

ISSN 2084-6258

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Wstęp	3
1. Determinanty rozwoju europejskiej integracji finansowej	6
2. Zjawisko <i>home-bias</i>	10
3. Integracja w poszczególnych segmentach sektora finansowego	14
3.1. Rynek pieniężny	14
3.2. Sektor bankowy	16
3.2.1. Rynek hurtowy i detaliczny	17
3.2.2. Transgraniczna konsolidacja w systemie bankowym i jej wpływ na zmiany konkurencji	20
3.3. Rynek kapitałowy	23
3.3.1. Rynek obligacji	25
3.3.2. Rynek akcji	28
3.3.3. Inwestycje bezpośrednie	30
4. Porównanie regionalnej integracji finansowej w Unii Europejskiej i w Azji Wschodniej	32
5. Międzynarodowa integracja finansowa Polski	36
5.1. Integracja systemu bankowego	36
5.1.1. Zmiany własnościowe w Polskim sektorze bankowym	37
5.1.2. Zmiany w strukturze finansowania i działalności banków	39
5.2. Inwestycje portfelowe w Polsce	41
6. Zaburzenie integracji w międzynarodowym systemie finansowym	44
6.1. Transgraniczne przepływy kapitału a kryzys - ważniejsze aspekty	45
6.2. Zmiany w międzynarodowym systemie finansowym	51
6.3. Potencjalne zagrożenie dla Polski wynikające ze zmienności przepływów transgranicznych	54
7. Podsumowanie	58
Literatura	59

Streszczenie

Wprowadzenie euro było jednym z najważniejszych ogniw europejskiego procesu integracyjnego, szczególnie w zakresie integracji finansowej. Pomimo wielu korzyści, wspólna waluta i wspólna polityka pieniężna zwiększyły jednak prawdopodobieństwo boomu kredytowego na rynku nieruchomości w krajach o niższych dochodach. Nadmierna spekulacja zakończona pęknięciem bańki na amerykańskim rynku nieruchomości, następnie kryzys finansowy, recesja i kryzys zadłużenia, który wystąpił w Europie w 2010 r., ujawniły słabości integracji oraz brak odporności europejskiego systemu finansowego na duże wstrząsy. Straty finansowe oraz perspektywa niewypłacalności niektórych banków i państw należących do strefy euro odsłoniły istnienie ryzyka systemowego w dużej skali. Spowodowało to wzrost obaw o stabilność kursu euro na rynku globalnym, spadek kredytów transgranicznych i zaburzyło europejski rynek kredytowy. Druga fala kryzysu w Europie stała się jednak punktem wyjścia do opracowania i wprowadzenia nowych rozwiązań międzynarodowych, których celem będzie poprawa stabilności funkcjonowania europejskiego systemu finansowego. Poniższy artykuł dokumentuje, w świetle badań ekonometrycznych i statystycznych, rozwój integracji finansowej w strefie euro, w niektórych innych regionach oraz w Polsce. Całość nosi charakter przeglądu literatury, opatrzonego komentarzami i wnioskami płynącymi z własnych analiz i badań.

Słowa kluczowe: przepływy transgraniczne, integracja, rynki finansowe

Kody JEL: C01, F15, F34, F36, G01, G15, G02

Wstęp

Celem artykułu jest analiza integracji finansowej na rynku europejskim w okresie funkcjonowania euro. Ocenie poddano zarówno wpływ tej waluty na proces integracji jak i zagadnienie stabilności finansowej w warunkach wspólnej polityki pieniężnej. Kryzys finansowy, wywołany załamaniem się cen nieruchomości w USA w 2007 r. zaburzył proces integracji a jego konsekwencje nie zostały jeszcze przezwyciężone.

Na podstawie literatury opisującej wyniki badań empirycznych oraz informacji publikowanych w raportach sprawozdawczych organizacji międzynarodowych, podjęto próbę oceny, w jakim stopniu zjawisko operacji transgranicznych (*cross-border financial asset holdings*), utożsamiane tutaj z integracją, nasiliło się po wprowadzeniu wspólnej waluty¹, zarówno w samej strefie euro jak i poza jej obszarem. Obok takich czynników jak: deregulacja sektora bankowego, rozwój technologii informatycznych, oraz wzrost konkurencji ze strony pośredników nie bankowych, wprowadzenie euro przyczyniło się w znacznym stopniu do integracji i globalizacji światowych rynków finansowych (Kapopoulos, Siokis 2005). Pojawienie się wspólnej waluty wywarło istotny wpływ na cały międzynarodowy system finansowy tworząc, w niektórych segmentach, rynek o potencjale porównywalnym z rynkiem dolarowym. Euro przyczyniło się również do zwiększenia udziału źródeł rynkowych w finansowaniu przedsiębiorstw. W znacznej mierze przemiany te wynikały z przesunięć w strukturze finansowej i z procesu dezintermediacji (pozbycia się pośrednictwa) banków, które poprzednio finansowały przedsiębiorstwa bezpośrednio. Instytucje finansowe stawały się tym samym głównymi beneficjentami rozwoju rynku papierów dłużnych, gdyż sprzyjało to dywersyfikacji zarówno ich pasywów jak i aktywów. Redukcja stóp procentowych i zmiany w strukturze oszczędności, polegające na wzroście znaczenia aktywów alternatywnych wobec lokat bankowych, sprawiły, że banki poszukiwały nowych sposobów finansowania swoich aktywów. Coraz częściej kierowały się one ku rynkowym źródłom pozyskiwania kapitału generując płynność, której

¹ Część cytowanych badań analizuje efekt przyjęcia euro jako waluty rozliczeniowej w 1999 r.

dotychczasowy poziom uniemożliwiało sprawne funkcjonowanie wielu segmentów rynku (Koskenkylä 2004).

Artykuł ten oddajemy do druku w połowie 2012 r., w drugiej fazie kryzysu finansowego, która rozpoczęła się w Europie w 2010 r. w związku z recesją gospodarczą i wzrostem zadłużenia niektórych krajów strefy euro. Pomimo pewnego postępu, sytuacja ekonomiczna i finansowa w strefie euro pozostaje nadal niestabilizowana ze względu na postępujący efekt „zarażania”, coraz większe koszty niezbędne do przywrócenia równowagi w sektorze finansowym, oraz brak funkcjonalnych rozwiązań, które by umożliwiły uporządkowaną upadłość banku międzynarodowego lub opuszczenie strefy euro przez jakiś kraj, bez konieczności wystąpienia z Unii Europejskiej i generowania dalszych strat dla całego systemu. Popełnione wcześniej błędy organizacyjne oraz rozłożenie w czasie działań stabilizujących przyczyniły się do obniżenia wiarygodności gospodarki Unii Europejskiej, jako całości, o czym może świadczyć wzrost średniej długoterminowej stopy procentowej krajów strefy euro z ok. 3,5% na początku 2010 r. do ok. 4,5% na początku roku 2012 (ECB 2012). Natężenie i skala tych problemów prowadzą do zaburzenia procesu integracji europejskiej i mogą negatywnie oddziaływać na Polskę, której rozwój jest ściśle związany z napływem kapitału zagranicznego. W sytuacji, kiedy poszczególne kraje strefy euro przechodzą kolejne fazy kryzysu finansowego i ekonomicznego, stabilność integracji finansowej może mieć decydujące znaczenie nie tylko dla Polski ale także dla perspektyw wzrostu gospodarczego w całej Europie i na świecie. Przedmiotem naszej analizy jest więc proces integracji finansowej międzynarodowych przepływów kapitałowych opisywany w literaturze przed kryzysem finansowym 2007 r. i w jego pierwszej fazie aż po rok 2010. Analiza ta nie jest zupełna i uwzględnia tylko najważniejsze uwarunkowania ekonomiczne oraz prawne obowiązujące do końca maja 2012 r.

W komentarzach powołujemy się głównie na wyniki badań zewnętrznych oraz rezultaty powszechnie dostępnych porównań statystycznych, w mniejszym stopniu odwołując się do badań własnych. Artykuł stanowi więc przegląd literatury, który połączyliśmy z naszą wiedzą ekspercką. Podkreślamy w nim potencjalne zagrożenia dla polskiego systemu finansowego wynikające z zaburzeń europejskiej integracji

finansowej. Rozdział 1 zawiera opis przebiegu procesu integracji finansowej w Europie. W rozdziale 2 zwracamy uwagę na zjawisko preferowania przez inwestorów aktywów z własnego regionu. Rozdział 3 opisuje integrację w poszczególnych segmentach rynku finansowego. Porównanie integracji finansowej w Europie z integracją krajów Azji Wschodniej przedstawia rozdział 4. Charakterystykę międzynarodowej integracji finansowej Polski zawiera rozdział 5. W rozdziale 6 analizujemy zaburzenie procesu integracji pod wpływem kryzysu. Krótkie podsumowanie stanowi rozdział 7.

1. Determinanty rozwoju europejskiej integracji finansowej

Czynnikami sprawczymi integracji finansowej w Europie były przede wszystkim siły rynkowe, wpływ miała także polityka gospodarcza i jej główny instrument - prawo. Jednolite prawo jest istotą i warunkiem integracji i wieńczy proces harmonizacji legislacji finansowych w krajach członkowskich (Nieborak 2008). Z drugiej strony, prawo może być barierą utrudniającą przepływy transgraniczne, a jeszcze silniej utrudniać mogą je różne systemy stosowania prawa (np. dysfunkcje systemu sądowego, odmienne struktury regulacyjno-nadzorcze), czy systemy legislacyjne funkcjonujące w krajach członkowskich (m.in. jakość prawa, opóźnienia w implementacji standardów międzynarodowych i dyrektyw, *gold plating*).

Tworzenie jednolitego rynku zapewniającego swobodę przepływu dóbr, usług i kapitału oraz wolność ruchu osobowego na terenie Europy, zostało zapoczątkowane w 1957 roku mocą Traktatów Rzymskich, ustanawiających Europejską Wspólnotę Gospodarczą (EWG) i Europejską Wspólnotę Energii Atomowej (EURATOM). Przygotowanie Europejskiej Unii Walutowej (EUW) oraz zmianę zasad funkcjonowania EWG, określonych wcześniej w Jednolitym Akcie Europejskim z 1986 r., zapisano w Traktacie z Maastricht z 1992 r. ustanawiającym Unię Europejską. W celu koordynacji integracji polityki gospodarczej, walutowej i fiskalnej oraz wprowadzenia na terenie Unii niezależnej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC), Traktat z Maastricht ustanowił funkcjonującą od 1999 roku do chwili obecnej Unię Gospodarczą i Walutową, której środkiem płatniczym jest euro. Waluta ta była początkowo wprowadzona, jako pieniądz rozliczeniowy, a następnie weszła do obiegu w 2002 r., zmieniając funkcjonowanie systemów finansowych na obszarze krajów, które ją przyjęły. Wprowadzenie wspólnej waluty europejskiej było jednym z głównych czynników determinujących i wzmacniających integrację rynków finansowych.

Osiągnięcie wysokiego stopnia integracji finansowej w horyzoncie 10 lat zakładał Plan Rozwoju Usług Finansowych (FSAP) z 1999 r. Jego efektem są ustanowione licznymi dyrektywami² zasady dotyczące jednolitego funkcjonowania

rynków, takie jak zasada jednolitej licencji na działalność instytucji finansowej, zasada wolności przepływu kapitału i płatności czy zasada nadzoru państwa macierzystego i wzajemnego uznania, które następnie uzupełniono o zasadę komitologii w nadzorze finansowym, zasadę jednolitej ochrony konsumenta usług finansowych, jednolite zasady obrotu i rozliczeń, a ostatnio o zasadę stosowania jednolitych zasad funkcjonowania instytucji finansowych (*single book of rule*). Pomimo przywiązywania dużej wagi do harmonizacji prawa, integracja systemu finansowego Unii Europejskiej jest złożonym, trudnym i choć zaawansowanym, to jednak wciąż niezakończonym procesem.

Powstanie Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej zbiegło się z nasilaniem procesów globalizacyjnych: liberalizacją przepływów kapitałowych i rozwojem rynków finansowych, co korzystnie oddziaływało na perspektywę inwestycyjną kapitału zarówno wewnątrz strefy euro, jak i na zewnątrz. Spośród 11 krajów, które przyjęły euro w 1999 r., Niemcy, Francja i Włochy należały do grupy 8 najbardziej uprzemysłowionych krajów świata, a marka niemiecka była drugą po dolarze amerykańskim walutą rezerwową. Po wprowadzeniu euro, wspólna waluta szybko okazała się walutą równie silną, co niemiecka marka, o czym świadczy wzrost jej udziału w rezerwach międzynarodowych z 17,9% w 1999 r. do 24,3% w 2005 r. (International Relations Committee Task Force 2006). Sprawdzone w krajach, które jako pierwsze przyjęły euro, zasady integracji finansowej stosowane były z czasem w kolejnych krajach dołączających do Unii Europejskiej i strefy euro. Niestety, niedostatecznie brano wtedy pod uwagę różnice strukturalne i kulturowe pomiędzy członkami Unii, które, wobec braku unii fiskalnej, w okresie kryzysu finansowego ujawniły się w postaci silnych napięć.

Rozszerzenie się kryzysu finansowego i wzrost stóp procentowych w strefie euro zaburzyły integrację finansową, zwłaszcza w krajach GIPS (Grecja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania), które w okresie przed kryzysem, stale utrzymywały nierównowagę na rachunku obrotów bieżących. Kiedy więc nastąpił wzrost

² M.in.: Solvency II Directive (2009), Capital Requirements Directive (CRD 2006), Markets in Financial Instruments Directive (MIFID, 2004), Transparency Directive (2004), Market Abuse Directive (MAD, 2003), Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS, 2001), Capital Adequacy Directives (CAD 1993, 1998).

niepewności na rynku długoterminowych dłużnych papierów wartościowych i inwestorzy finansowi zażądali wzrostu premii za ryzyko kraju, zagrożona została stabilność rządów i wypłacalność państw. Brak szybkiego i jednoznacznego stanowiska europejskich władz monetarnych oraz Komisji Europejskiej, odnośnie do tej sytuacji, spowodował, że jeszcze w połowie 2012 r. sytuacja finansowa w strefie euro pozostawała nieuporządkowana.

Pod wpływem kryzysu finansowego z lat 2008-09 ukazały się słabości koncepcji będących podstawami Unii Gospodarczo-Walutowej, mankamenty regulacji finansowych oraz braki stosowanych rozwiązań w zakresie nadzoru nad funkcjonowaniem instytucji finansowych. Istotnym błędem, który wynikał z założeń przyjętych podczas tworzenia wspólnej waluty, było pominięcie wspólnej polityki fiskalnej, która pozwoliłaby na lepszą koordynację sytuacji finansowej w strefie euro. Jednakowe stopy procentowe i dług emitowany we wspólnej walucie stworzyły złudzenie, że wszystkie kraje prowadzą podobnie zrównoważoną politykę gospodarczą. Wspólna polityka fiskalna i ponadnarodowy nadzór finansowy prawdopodobnie nie dopuściłyby do powstania aż tak silnych napięć, które w przypadku niektórych państw, mogą spowodować przywrócenie waluty narodowej.

W następstwie kryzysu, grupa krajów G-20, w tym Unia Europejska i jej główne kraje członkowskie, podjęła działania zmierzające do poprawienia i uzupełnienia istniejącego systemu niezbędnych instytucji i regulacji finansowych. W rezultacie utworzono w Unii Europejskiej nowe ramy instytucjonalne dla nadzoru finansowego, poprzez powołanie trzech agencji nadzorujących poszczególne sektory rynków finansowych. Posiadają one, poza instrumentami koordynacji, także instrumenty władcze, umożliwiające realizację tzw. mikro stabilności finansowej. System tych instytucji domyka Europejska Rada Ryzyka Systemowego, mająca za zadanie identyfikację zagrożeń dla funkcjonowania systemu finansowego (makro stabilność finansowa) oraz zapewnienie spójnej współpracy pomiędzy wszystkimi instytucjami nadzoru krajowego i unijnego. Trwają także uzgodnienia nowej wersji dyrektywy określającej wymogi kapitałowe dla banków i instytucji kredytowych (*Capital Requirements Directive, CRD IV*) oraz towarzyszącego jej

rozporządzenia (*Capital Requirements Regulation, CRR*).³ Nowe przepisy mają na celu wprowadzenie do *acquis communautaire* zasad Nowej Umowy Kapitałowej, tzw. Bazylei III. Składają się na nie m.in. standardy adekwatności kapitałowej, płynności oraz jakości kapitału banków, wprowadzane są nowe instrumenty o działaniu antycyklicznym oraz prewencyjnym (bufor kapitałowy, maksymalny wskaźnik dźwigni finansowej i in.). Rozporządzenie europejskie CRR ma zagwarantować terminowość i jednolite stosowanie przepisów we wszystkich krajach członkowskich, co może mieć pozytywny wpływ na dalszą integrację finansową (Ferran 2012). Ponadto rozważana jest koncepcja unii bankowej, która może doprowadzić do wykształcenia się paneuropejskiego nadzoru bankowego i zintegrowanego systemu gwarantowania depozytów w systemowo ważnych instytucjach finansowych. Unią bankową mają być objęte duże banki, natomiast małe będą nadal podporządkowane nadzorowi krajowemu. Równocześnie, przygotowywane są, lub wchodzą w życie, nowelizacje licznych dyrektyw dotyczących funkcjonowania instytucji i rynków finansowych. Uwzględniają one ujawnione mankamenty przedkryzysowej praktyki oraz braki dotychczasowych regulacji. Mają one na celu zwiększenie przejrzystości rynków (w tym instrumentów pochodnych), wzmocnienie standardów rachunkowości, zwiększenie pewności rozliczeń, racjonalności kosztów, zmniejszenie ryzyka banków i stworzenie systemu likwidacji dużych instytucji finansowych, pozwalającego uniknąć „szantażu” wynikającego z zasady „*too big to fail*”. Dyrektywy te ograniczają nieprzestrzeganie wymogów płynnościowych i kapitałowych oraz pokusę nadużycia (*moral hazard*). Ujednolicenie zasad funkcjonowania instytucji gwarantowania depozytów i ich wzmocnienie pozwoli na rzeczywistą ochronę klientów banków i ma na celu wyeliminowanie arbitrażu w skali Europy. Wprowadzenie opłat bankowych oraz podatków od transakcji finansowych, poza efektem mitygującym transakcje spekulacyjne, pozwoli stworzyć dedykowane fundusze środków niezbędnych do sanacji banków w przypadkach kryzysu, odciążając w taki sposób finanse publiczne.

³ Oba dokumenty w chwili obecnej podlegają ostatecznym uzgodnieniom pomiędzy Europejską Radą Ministrów Finansów, Parlamentem Europejskim i Komisją Europejską i powinny obowiązywać w 2013 r.

2. Zjawisko *home-bias*

Pomimo dużego postępu światowej integracji finansowej i korzyści wynikających z międzynarodowej dywersyfikacji ryzyka, obserwując decyzje portfelowe inwestorów dostrzega się tendencję preferowania inwestycji w aktywa krajowe (*home-bias*). Zjawisko to zostało opisane po raz pierwszy w pracy Frencha i Poterby (1991) i od tego czasu jest przedmiotem wielu badań, w których próbowano wyjaśniać je między innymi za pomocą kosztów transakcyjnych, czynników instytucjonalnych, czy też działań poszczególnych krajów, takich jak np. nakładanie ograniczeń na przepływy kapitałowe⁴. Szereg prac poświęconych temu zagadnieniu porusza w szczególności kwestie związane z ryzykiem kursowym.

Buch i in. (2005) wykazali, że banki z Francji, Niemiec, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych inwestowały w latach 1995-1999 w kraju pochodzenia znacznie więcej, niż byłoby to optymalne z punktu widzenia zaproponowanego przez nich modelu. Czynnikiem, który wpływał na decyzję banków było przede wszystkim ryzyko walutowe, banki były także mniej chętne do inwestowania w państwach znacznie się różniących kulturowo od kraju pochodzenia oraz w państwach stosujących restrykcje dotyczące przepływów kapitałowych lub charakteryzujących się wysokim ryzykiem kredytowym. Usunięcie tych barier, na przykład poprzez wprowadzanie wspólnej waluty, powinno zatem wpłynąć na zmniejszenie obserwowanych dysproporcji i zwiększyć stopień integracji finansowej. Wpływ postępującej integracji finansowej (w tym utworzenie UE i strefy euro) na kształtowanie się *home-bias* dla portfeli akcji, badali także Baele i in. (2007), analizując dane dla 25 krajów w latach 1973-2004. Uzyskane wyniki wskazują, że obciążenie *home-bias* spadało szybciej w krajach będących w strefie euro⁵, co autorzy przypisują między innymi redukcji ryzyka kursowego i związanemu z tym spadkowi kosztów transakcyjnych.

Fidora i in. (2007) badali, jaki wpływ na międzynarodową alokację inwestycji portfelowych ma zmienność realnego kursu walutowego. Autorzy analizowali wpływ tego czynnika na różnice w skali *home-bias* zarówno pomiędzy krajami, jak i

⁴ Zob. np. Lewis (1999), Karolyi, Stulz (2002), Chan i in. (2005), Foad (2008), Coeurdacier, Rey (2011).

⁵ Nie wykazano natomiast istotnego wpływu członkostwa w UE na ten efekt.

między różnymi klasami aktywów, tj. akcjami i obligacjami⁶. Na podstawie przedstawionego modelu stwierdzili, że (1) zmienność realnego kursu walutowego sprzyja większemu udziałowi aktywów lokalnych, ponieważ zwiększa ryzyko związane z trzymaniem zagranicznych aktywów w portfelu, (2) wpływ zmienności kursu walutowego na *home-bias* będzie większy dla aktywów o relatywnie mniejszej zmienności stóp zwrotu w walucie lokalnej (w przypadku takich aktywów, wkład zmienności kursu do całkowitej zmienności stopy zwrotu jest większy). Oznacza to, że skala *home-bias* powinna być większa dla obligacji, których stopy zwrotu cechuje na ogół mniejsza zmienność, niż w przypadku akcji. W celu zweryfikowania postawionych hipotez, dla każdego kraju w próbie, autorzy porównali różnice między rzeczywistym udziałem aktywów zagranicznych z poszczególnych krajów, a udziałem teoretycznym, wyznaczonym na podstawie udziału kapitalizacji rynku danego kraju (zagranicznego) w kapitalizacji rynku światowego. Badanie przeprowadzono wykorzystując między innymi dane z *CPIS*⁷ z lat 1997, 2001, 2002 oraz 2003. Wyniki przeprowadzonych estymacji potwierdzają stawiane hipotezy – zmienność kursu realnego kursu walutowego jest istotnym czynnikiem determinującym wielkość *home-bias*, zarówno w przypadku portfeli akcji, jak i obligacji. Efekt spadku zmienności kursu jest jednak różny dla tych aktywów - redukcja zmienności kursu walutowego do zera powodowałaby 60% spadek *home-bias* dla obligacji i 20% spadek dla akcji. Wniosku o większym wpływie zmienności kursu na *home-bias* portfeli obligacji nie potwierdzili jednak w swoim badaniu Vanpee i De Moor (2012). Porównali oni portfele akcji i obligacji, rozróżniając dwa zjawiska: *home-bias* (nadmierny udział aktywów krajowych) oraz *foreign-bias* (zbyt małe inwestycje za granicą)⁸, wykorzystując do tego celu dane z *CPIS* dla 42 krajów z lat 2001 - 2010. Jako zmienne objaśniające wykorzystano

⁶ Zjawisko *home-bias* bada się najczęściej w odniesieniu do akcji. Pomimo, że wartość światowego rynku obligacji przekracza kapitalizację światowego rynku akcji, nie ma zbyt wielu prac badających występowanie tego efektu w odniesieniu do portfeli obligacji (por. Fidora i in. 2007, s. 632).

⁷ Coordinated Portfolio Investment Survey (*CPIS*) – baza IMF zawierająca dane o wzajemnych inwestycjach portfelowych pomiędzy poszczególnymi krajami.

⁸ Efekt *Home-bias* polega na zmierzeniu różnicy między udziałem aktywów krajowych w portfelu kredytów/depozytów/akcji/obligacji, a udziałem danego kraju (kapitalizacji rynku krajowego) w rynku światowym. Miarę efektu *Foreign-bias* stanowi natomiast odchylenie między teoretycznym (wynikającym z kapitalizacji rynku) a rzeczywistym udziałem aktywów z danego kraju zagranicznego.

miary asymetrii informacyjnej i bliskości (np. odległość, język, intensywność handlu), a także miary: liberalizacji i rozwoju rynku finansowego, rozwoju gospodarczego poszczególnych państw, czynników instytucjonalnych, możliwości związanych z dywersyfikacją oraz ryzyka walutowego. Uzyskane rezultaty pokazały, że wpływ zmienności kursu na *home-bias* nie różnił się istotnie dla portfeli akcji i obligacji, widoczne były natomiast różnice w przypadku *foreign-bias*.

Wprowadzenie wspólnej waluty w 1999 r. przyczyniło się do redukcji skali *home-bias*, obok którego pojawił się nowy efekt *euro-bias*, czyli lokowanie przez inwestorów ze strefy euro nieproporcjonalnie dużej części swoich inwestycji w aktywa z tego regionu. Balli i in. (2010) przeprowadzili analizę czynników stojących za przekształceniem się *home-bias* w *euro-bias*. Zgodnie z przedstawionym w pracy modelem, na decyzje inwestorów dotyczących ponad granicznych inwestycji wpływ mają koszty transakcyjne, kapitalizacja rynków i relatywne ryzyko kredytowe pomiędzy dwoma krajami. Na podstawie danych z *CPIS* dla 24 krajów, autorzy dokonali weryfikacji postawionych hipotez, przypisując obserwowany wzrost *euro-bias* w głównej mierze konwergencji w czynnikach fundamentalnych, takich jak eliminacja ryzyka kursowego, konwergencja polityk gospodarczych i restrykcje dotyczące polityki fiskalnej⁹. Również Jochem i Volz (2011), na podstawie oceny sektorowej kompozycji portfela podmiotów niemieckich w okresie od 1 kw. 2007 do 1 kw. 2009 pokazali utrzymywanie się silnego *home-bias* w strefie euro, w stosunku do aktywów z Japonii, USA i Wielkiej Brytanii. Autorzy, rozróżniając pomiędzy inwestycjami portfelowymi instytucji monetarnych oraz inwestycjami instytucji niefinansowych stwierdzili, że efekt *home-bias* był szczególnie silny przede wszystkim w odniesieniu do przedsiębiorstw niefinansowych. W sektorze finansowym zaobserwowano natomiast występowanie pewnej nadreprezentacji aktywów ze strefy euro (*euro-bias*). Czynnikiem przyczyniającym się do większej integracji rynków akcji wewnątrz strefy euro w porównaniu z innymi gospodarkami były, zdaniem autorów, eliminacja ryzyka kursowego i obniżenie kosztów transakcyjnych. Autorzy potwierdzili także istotny wpływ kryzysu na regionalną i sektorową kompozycję portfela. Ryzyko krajowe, które przed kryzysem nie

⁹ Badanie nie obejmowało lat kryzysu 2008-2010.

odgrywało większej roli i było na ogół niedoszacowane, po wybuchu kryzysu finansowego stało się istotnym czynnikiem decydującym o alokacji aktywów (zarówno w przypadku instrumentów dłużnych, jak i akcji).

3. Integracja w poszczególnych segmentach sektora finansowego

Do pomiaru integracji finansowej wykorzystuje się na ogół dwa rodzaje miar: wskaźniki cenowe oraz ilościowe. Wskaźniki cenowe wykorzystują założenie występowania prawa jednej ceny (Cabral i in. 2002) - integracja rynku powinna sprzyjać konwergencji cen, a więc także ujednoczeniu poziomu oprocentowania depozytów i kredytów, opłat, marż, etc. we wszystkich krajach (Adam i in. 2002). W warunkach europejskiej integracji idealnej, aktywa względem siebie substytucyjne powinny zmieniać swoje ceny pod wpływem czynników europejskich, a nie lokalnych (integracja cenowa).

Drugą grupą wskaźników są wskaźniki ilościowe, które bezpośrednio informują o poziomie integracji rynków finansowych i stopniu korzystania przez uczestników rynku z transakcji transgranicznych (np. udział aktywów zagranicznych w portfelach inwestorów, skala operacji transgranicznych, udział kapitału zagranicznego w kapitale własnym instytucji finansowych działających w poszczególnych krajach, udział operacji transgranicznych z klientami krajów UE, itp.). Wskaźniki ilościowe pokazują, w jakim stopniu inwestorzy dywersyfikują swój portfel inwestycyjny w wymiarze międzynarodowym. Należy jednak zaznaczyć, iż budzą one pewne zastrzeżenia, brakuje im bowiem określonego punktu odniesienia (*benchmarku*), który dla wskaźników cenowych sprowadza się do istnienia prawa jednej ceny (Baele i in. 2004).

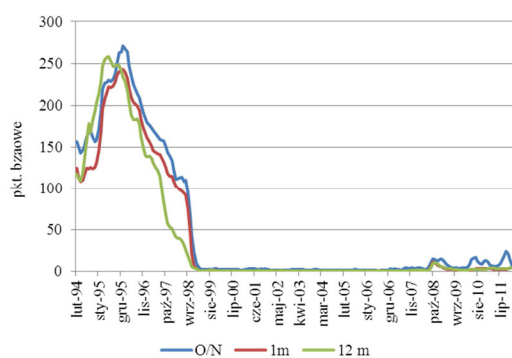
3.1. Rynek pieniężny

Wyższy stopień integracji finansowej w strefie euro występuje tam, gdzie istnieje wspólna infrastruktura rynkowa, możliwa jest standaryzacja informacji o produktach i ujawniają się korzyści z dużej skali działania. Cechy te spełnia rynek pieniężny strefy euro i dlatego też jest on najbardziej zintegrowanym segmentem rynku finansowego. Galati i Tsatsaronis (2001), analizując dane BIS, odnotowali wzrost udziału wzajemnych transgranicznych zobowiązań pomiędzy bankami z krajów euro, z 35% w okresie 1995-1997 do 50% po roku 1999 (kosztem zmniejszenia ekspozycji tej samej grupy banków na resztę świata). Wspólna waluta i jednolity

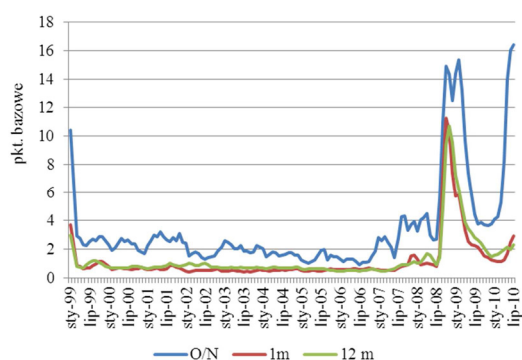
rynek pieniężny zmarginalizowały ryzyko wewnątrz unijnego rynku obligacji w okresie, kiedy dodatkowo stopy procentowe były niskie.

Baele i in. (2004) wskazują, że integracja w segmencie rynku pieniężnego w dużym stopniu dokonała się już w trakcie realizacji kryteriów konwergencji, przed przyjęciem euro. W połowie lat 90. odchylenie standardowe stawki dziennej *overnight* O/N pomiędzy krajami strefy euro sięgało rzędu kilkuset punktów bazowych. Proces konwergencji stóp procentowych rynku pieniężnego rozpoczął się w 1996 r. i pod koniec 1998 r. odchylenie standardowe stóp procentowych O/N pomiędzy krajami wynosiło około 100 punktów bazowych, a po wprowadzeniu euro spadło, skokowo, praktycznie do zera (por. wykres 1a).

Wykres 1a. Odchylenie standardowe średnich stóp procentowych na rynku międzybankowym w krajach strefy euro w pkt. bazowych, w okresie od lutego 1994 r. do października 2010 r.



Wykres 1b. Odchylenie standardowe średnich stóp procentowych na rynku międzybankowym w krajach strefy euro w pkt. bazowych, w okresie od stycznia 1999 r. do lipca 2010 r.



Źródło: ECB, *Indicators of Financial Integration*

Przed kryzysem finansowym rynek pieniężny można było uważać za wysoce zintegrowany¹⁰, jednak w czasie zaburzeń okazał się on wyjątkowo wrażliwy na awersję do ryzyka, co skutkowało silnym wzrostem stóp procentowych oraz ich zróżnicowaniem na poszczególnych rynkach lokalnych (por. wykres 1b oraz ECB

¹⁰ Dotyczy to głównie niezabezpieczonych depozytów pieniężnych oraz instrumentów pochodnych. Rynek operacji warunkowych integrował się wolniej, co wynikało z różnic w prawodawstwie, dotyczących zastawu papierów wartościowych, prawa podatkowego, standardów księgowości i sposobów rozliczania transakcji.

2010, 2011a). Ilościowe wskaźniki integracji dla międzybankowych pożyczek pieniężnych wskazują, że operacje pomiędzy rezydentami strefy euro stanowią ok. 20% wszystkich transakcji, a włączając transakcje z krajami UE, stanowi to ok. 40% operacji trans-granicznych.

3.2. Sektor bankowy

W okresie poprzedzającym utworzenie strefy euro istniało przekonanie, że jej powstanie podniesie poziom konkurencji w sektorze finansowym i zwiększy nacisk na zyskowność banków (EBC 1999). Wskazywano także, że przystąpienie do strefy euro zmieni pozycję banków, jako pośredników finansowych (*disintermediation*) i wpłynie na ich wyniki finansowe, z powodu wzrostu presji konkurencyjnej ze strony rynku kapitałowego (McCauley, White 1997). Mając to na uwadze, w systemach bankowych krajów strefy euro wprowadzano strategiczne środki zaradcze, polegające głównie na poprawie efektywności działań, np. usprawnieniu jakości usług, obniżeniu kosztów, rozwoju alternatywnych źródeł przychodów i ekspansji geograficznej (EBC 1999).

Badania rozwoju rynków i instytucji finansowych w latach 1995-2007 w skali globalnej, w podziale na kraje o różnym poziomie dochodu, wykazały długookresowy spadek bankowej marży odsetkowej netto w krajach o dochodach niższych i średnich, co wytworzyło presję na wzrost zainteresowania banków innymi źródłami dochodów (Beck, Demirguc-Kunt 2009). Równoległe do tego zmniejszyła się baza depozytów (Schilbach 2011). Kryzys finansowy zaburzył te tendencje i wykazał potrzebę weryfikacji niektórych paradygmatów istniejących w bankowości takich jak „*too big to fail*” czy „*too big to save*”. Uruchomił ponadto proces reform w zakresie regulacji sektora bankowego, zasad rachunkowości i infrastruktury rynku (np. izb rozliczeniowych w przypadku instrumentów pochodnych). Obok poprawy polityki mikroostrożnościowej rozwinięto równoległe nowe ramy polityki makroostrożnościowej. Nowe podejście do projektowania i zarządzania polityką makroostrożnościową wymaga konstrukcji nowych modeli makroekonomicznych, w większym stopniu uwzględniających sektor finansowy. Wypracowanie naukowego konsensusu na temat prowadzenia polityki

makrostabilnościowej oraz konstrukcja odpowiednich modeli wymaga jednak czasu, aby unikać dostarczania szybkich, ale niedopracowanych rozwiązań.

3.2.1. Rynek hurtowy i detaliczny

Ocenę ilościowego wpływu euro na ponad graniczną integrację finansową w Europie przeprowadzili Kalemlı-Ozcan i in. (2010). W celu identyfikacji mechanizmu oddziaływania wspólnej waluty na europejski sektor europejski, wykorzystali oni publicznie niedostępne dane BIS o wzajemnych transgranicznych aktywach i zobowiązaniach banków z 20 rozwiniętych krajów za ostatnich 30 lat. Porównując zmiany w przepływach finansowych pomiędzy grupą 12 krajów z walutą euro, a grupą kontrolną, złożoną z krajów rozwiniętych, mających własną walutę stwierdzili, że na skutek wprowadzenia euro transgraniczne przepływy finansowe pomiędzy krajami euro wzrosły o ok. 40% (znacznie mniejszy wpływ wspólnej waluty w porównaniu z innymi badaniami jest – zdaniem autorów – między innymi efektem uwzględnienia w badaniu zmiennych pominiętych we wcześniejszych pracach oraz analizowania przepływów pomiędzy poszczególnymi parami krajów). Oprócz oceny ilościowej zjawiska, autorzy poddali także analizie potencjalne kanały, jakimi wprowadzenie euro mogło oddziaływać na integrację – oprócz eliminacji ryzyka kursowego, badano wpływ harmonizacji regulacji dotyczących rynków finansowych oraz rolę zwiększonego handlu dobrami. Badanie wykazało, że z powyższych trzech czynników, dominujący wpływ na zmianę przepływów finansowych w strefie euro miało ograniczenie ryzyka kursowego. Autorzy stwierdzili ponadto, że państwa, które szybko wprowadziły dyrektywy finansowe zaproponowane przez Komisję Europejską oraz Radę Europejską w ramach FSAP odnotowały wzrost transakcji transgranicznych. Pomimo wykazania silnej korelacji pomiędzy wymianą handlową i transakcjami międzynarodowymi, badanie pokazało, że handel towarów i usług tłumaczył jedynie nieistotną część integracji. Autorzy zauważają, że w okresie poprzedzającym utworzenie strefy euro, zmiany polityczne i reformy były tak znaczące, że trudno jest oszacować sam bezpośredni wpływ wprowadzenia wspólnej waluty na integrację finansową strefy euro.

Odpowiedzi na pytanie, czy wprowadzenie euro wpłynęło na zwiększenie integracji finansowej w Europie poszukiwali również Blank i Buch (2007), którzy wykorzystali do tego celu dane BIS dotyczące wzajemnych zagranicznych aktywów i zobowiązań banków. Analiza została przeprowadzona przy wykorzystaniu tzw. modelu grawitacyjnego¹¹ w dwóch okresach: 1994-1998 oraz 1999-2004. Wyniki badania wskazują, że wzajemne aktywa i pasywa w strefie euro są odpowiednio o 80% i 30% większe niż pomiędzy krajami OECD nienależącymi do strefy (w przypadku zobowiązań, wyniki te nie były jednak odporne na zmiany specyfikacji modelu, co powinno skłaniać do ostrożności w interpretacji uzyskanych rezultatów).

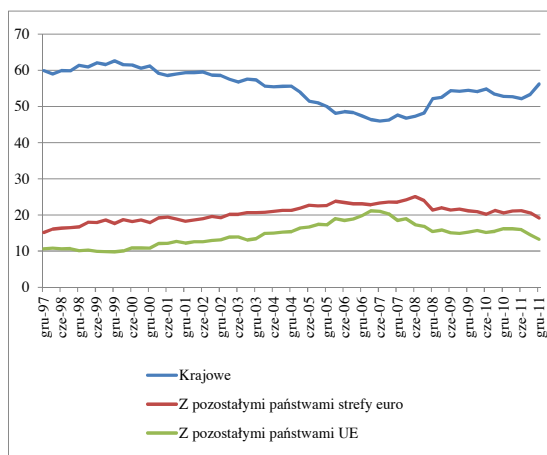
Spiegel (2004) pokazał natomiast, że w odpowiedzi na wprowadzenie wspólnej waluty wzrósł udział krajów ze strefy euro w finansowaniu zewnętrznym, z 37,5% w 1991 r. do 85,6% po 1999 r. Autor formułuje podobne obserwacje w odniesieniu do zmian w strukturze finansowania greckich podmiotów¹², potwierdzając tym samym istotny wpływ euro na wzrost transgranicznego finansowania pomiędzy krajami strefy euro. Spiegel (2009) wyróżnił trzy potencjalne kanały prowadzące do zwiększenia finansowania transgranicznego pomiędzy krajami strefy euro, w następstwie wprowadzenia wspólnej waluty. Po pierwsze jest to efekt zwiększenia wiarygodności kredytobiorcy dzięki przynależności do unii walutowej, w tym efekt rozwiązań instytucjonalnych w postaci Paktu Stabilności i Wzrostu, które powinny sprzyjać obniżaniu ryzyka bankructwa pojedynczego kraju. Po drugie, przynależność do unii walutowej zwiększa atrakcyjność działania na terenie krajów członkowskich dzięki korzyściom skali i bardziej jednolitym regułom działania (rynek strefy euro jest bardziej atrakcyjny z punktu widzenia wierzyciela). Po trzecie, operowanie w ramach unii walutowej wiąże się z eliminacją ryzyka kursowego oraz wzrostem skuteczności pośrednictwa, jak również intensyfikacją innych powiązań gospodarczych. Analizując zmiany trans-granicznych należności banków z 16 krajów (8 krajów strefy euro) na podstawie danych BIS z okresu 1985 - 2006, autor ostatecznie potwierdza istotne znaczenie trzeciego z wymienionych wyżej efektów i podkreśla nieco mniejsze znaczenie dwóch pierwszych.

¹¹ Model grawitacyjny jest stosowany na ogół do wyjaśniania międzynarodowego handlu dobrami. Portes i Rey (2005) pokazali, że można zastosować go także do analizy przepływów kapitałowych.

¹² Grecja przystąpiła do strefy euro później, w 2001 r.

W przeciwieństwie do integracji bankowych rynków hurtowych, integracja rynków detalicznych w strefie euro przebiegała znacznie wolniej (por. Baele 2004). Utworzenie jednolitego rynku bankowego w UE ograniczały w znacznej mierze regulacje na poziomie krajowym. Pomimo wyeliminowania ryzyka kursowego, pozostały znaczące bariery w postaci różnic społeczno-kulturowych (wyrażające się w odmiennych zwyczajach bądź upodobaniach klientów), całkowitej eliminacji nie uległo też zjawisko asymetrii informacji. Porównania bankowych stóp procentowych na rynku kredytów dla sektora niefinansowego (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) wskazują na utrzymywanie się różnic w koszcie pieniądza pomiędzy poszczególnymi krajami. Również porównanie struktury kredytów według rezydencji emitenta pokazuje, że - pomijając szczytową fazę kryzysu finansowego - większość kredytów została udzielona przez krajowe instytucje finansowe (por. wykres 2).

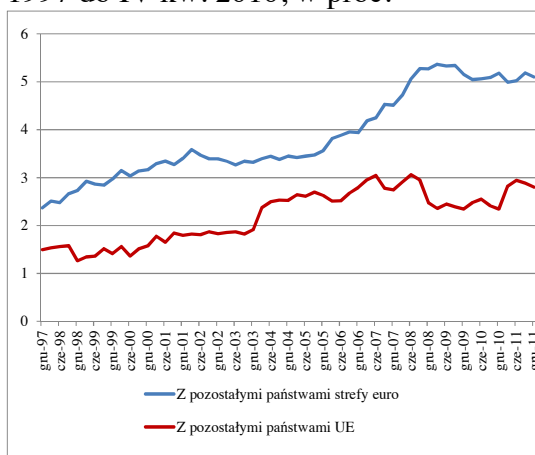
Wykres 2. Kredyty instytucji finansowych dla instytucji finansowych w EU wg rezydencji emitenta, w okresie od IV kw. 1997 do IV kw. 2011, w proc.



Źródło: ECB

Wskaźniki ilościowe opisujące transgraniczne operacje w segmencie detalicznym potwierdzają wyniki porównań cenowych i wskazują, że choć kredyty monetarnych instytucji finansowych udzielane podmiotom niefinansowym z innych krajów strefy euro od początku funkcjonowania strefy wykazują tendencję rosnącą, jednak ich znaczenie jest niewielkie i wynosi ok. 5% całości kredytów (por. wykres 3).

Wykres 3. Kredyty instytucji finansowych dla instytucji niefinansowych w UE wg rezydencji partnera transakcji, w okresie od IV kw. 1997 do IV kw. 2010, w proc.



3.2.2. Transgraniczna konsolidacja w systemie bankowym i jej wpływ na zmiany konkurencji

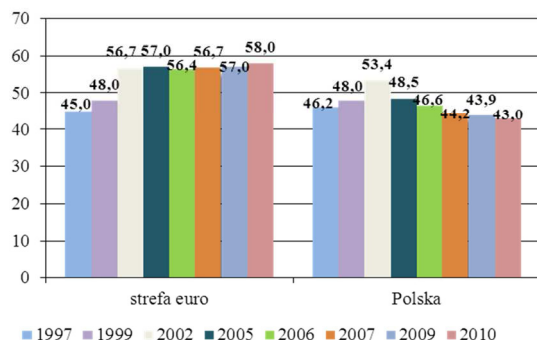
Wprowadzenie jednolitej waluty spowodowało, że instytucje bankowe działające w Unii Europejskiej w celu podniesienia efektywności i zyskowności chętnie angażowały się w fuzje i przejęcia, w szczególności transgraniczne, oraz zawierały strategiczne sojusze. Największe nasilenie fuzji odnotowano jednak w okresie przed przyjęciem euro w 1999 r., natomiast w okresie późniejszym, tempo konsolidacji systemu finansowego spadało, co potwierdza Yusov (2004). Banki angażowały się nie tylko w fuzje i przejęcia transgraniczne (*cross-border*)¹³, ale organizowały także tego typu transakcje krajowe. Liczba banków malała również ze względu na rozbudowę sieci oddziałów. Wyniki tej konsolidacji uwidoczniły się najbardziej w grupie dużych banków. W krajach strefy euro udział 5 największych banków (CR5) wzrósł średnio z 45% w 1997 r. do 56.7% w 2002 r. (por. EBC 2004).

W wielu krajach konsolidacja sektora bankowego dokonywała się także podczas kryzysu finansowego, jednak jej przyczyny były inne, niż te występujące w pierwszej fazie funkcjonowania strefy euro. Był to głównie rezultat przejmowania banków zagrożonych upadłością przez inne banki lub przez instytucje rządowe. Nastąpił dalszy spadek ogólnej liczby banków, głównie w Niemczech, Francji i Holandii¹⁴. Pod wpływem zaburzeń związanych z kryzysem finansowym, szczególnie silnym w peryferyjnych krajach strefy euro i kandydującej do Unii Europejskiej Islandii, na obszarze strefy euro w pierwszej fazie kryzysu nastąpił nieznaczny wzrost przeciętnego wskaźnika koncentracji (CR5) z 56,4% w 2006 r. do 58% w 2010 r. (por. wykres 4).

¹³ W 2005 r. transakcje *cross-border* stanowiły 51% całości transakcji M&A z powodu fuzji UniCredit i HypoVereinsbanku, ABN Amro i Banca Antonveneta oraz Swedbanku i Hansabanku (por. ECB 2005).

¹⁴ W latach 2008-2009 doszło m.in. do przejęcia holenderskiego ABN Amro przez konsorcjum Royal Bank of Scotland, Fortis i Santander. Transakcja ABN Amro stanowiła 90% całkowitej wartości transakcji transgranicznych w 2008 r. (por. ECB 2010).

Wykres 4. Zmiany wskaźnika CR5 w systemach bankowych krajów strefy euro oraz w polskim systemie bankowym w (%)



Źródło: EBC.

Pod wpływem kryzysu finansowego wystąpiły pewne zmiany koncentracji bankowej zarówno w krajach „starej unii” (EU-15) jak i w nowych krajach członkowskich (NMS-12). O ile jednak w krajach „starej unii” średni ważony krajowy współczynnik koncentracji bankowej (CR5) nieznacznie wzrósł, z 43% w 2006 r. do 44% w 2009 r., w nowych krajach członkowskich zaobserwowano spadek, z 59% do 58% (Schoenmaker 2011). Podobna tendencja utrzymała się jeszcze w 2010 r. (por. ECB 2011c).

Obserwując zmiany wskaźnika koncentracji (CR5) w poszczególnych krajach Unii Europejskiej (EU-27) w okresie kryzysu finansowego, nie można wyróżnić jednej charakterystycznej tendencji cechującej ten okres. Silny wzrost współczynnika CR5 wystąpił w sektorze włoskim, niemieckim, irlandzkim i brytyjskim, natomiast w sektorze bankowym Belgii, Austrii, Rumunii i Łotwy koncentracja silnie spadła. W pozostałych krajach UE zmiany CR5 w latach 2006-2010 nie przekraczały +/- 5 pp. Wobec różnorodnego kierunku tych zmian, od 2006 r. przeciętny wskaźnik CR5 dla krajów z grupy EU-27 pozostaje na tym samym poziomie około 59% i jest zbliżony do poziomu przeciętnego w grupie krajów EU-15, co świadczy o dużej stabilności europejskiego systemu bankowego jako całości w pierwszej fazie kryzysu finansowego.

Zmiany konkurencji w sektorze bankowym odbywają się dwoma kanałami: fuzji i przejęć oraz regulacji finansowych. Fuzje i przejęcia powodują zmiany w koncentracji, natomiast regulacje wpływają m.in. na zmniejszenie lub zwiększenie barier wejścia na dany rynek. W wyniku procesów fuzji i przejęć dokonywanych pomiędzy dużymi bankami zwiększał się ich udział w rynku, co może prowadzić do spadku konkurencji, niektóre badania empiryczne wskazują jednak, że wysoki poziom koncentracji w sektorze finansowym nie musi być utożsamiany z brakiem konkurencji (por. Pawłowska 2011).

O poziomie konkurencji na rynku bankowym świadczą również marże odsetkowe. W opracowaniach dotyczących integracji finansowej podkreśla się na ogół różnice pomiędzy wielkościami marż w bankowości detalicznej i w bankowości korporacyjnej (EBC 2011c). W latach 1998-2001 zaobserwowano w strefie euro zmniejszenie się marży kredytowej, w bankowości korporacyjnej z 1,67% do 1,34%, a w bankowości detalicznej z 1,48% do 0,76%. Na różnice stopnia integracji w tych obszarach rynku wskazywały także depozyty. Udział depozytów transgranicznych na koniec 2002 r. wyniósł 25% dla bankowości korporacyjnej, natomiast tylko 5% dla bankowości detalicznej. Różnice te powodują, że w strefie euro inny jest poziom konkurencji w segmencie bankowości detalicznej i korporacyjnej.

Opracowania EBC wykazały, że wprowadzenie euro wpłynęło na wzrost poziomu konkurencji i efektywności głównie w segmencie bankowości korporacyjnej, natomiast nie wykazały żadnych zmian w stosunku do bankowości detalicznej. Dodatkowo, w odniesieniu do bankowości detalicznej wykazały one, że jedynie 1% klientów korzystało z usług transgranicznych a 26% korzystało z dostępu do usług przez Internet. Vieves (2006) w komentarzu do artykułu Capiello (2006) stwierdził, że bankowość detaliczna w krajach strefy euro wykazuje dominujące cechy bankowości krajowej (i w tym segmencie integracja nie postępuje tak szybko jak w bankowości korporacyjnej, co odnosi się również do obsługi finansowej sektora małych i średnich przedsiębiorstw, por. Mongelli, Vega 2006). Zmiany efektywności i konkurencyjności polskiego sektora bankowego na tle zmian zachodzących w europejskim systemie finansowym pokazali Pawłowska i Kozak

(2008). Z przeprowadzonej analizy empirycznej wynikało, że poziom efektywności i konkurencji po przystąpieniu Polski do UE zwiększył się i był wyższy w segmencie bankowości detalicznej niż korporacyjnej, co potwierdza wyniki otrzymane dla krajów strefy euro. Trzeba jednak zaznaczyć, że w polskim systemie bankowym przeważają banki ze strefy euro, dlatego takie same kanały jak wzrost fuzji i przejęć oraz deregulacja, które działały na zmiany konkurencji sektorów bankowych w krajach strefy euro, działały również na polski sektor bankowy.

Obecnie na konkurencję w europejskim sektorze bankowym wpływać będą zmiany w regulacjach unijnych, wprowadzone pod wpływem pierwszej fazy kryzysu finansowego. Także z uwagi na wymogi Bazylei III, wiele banków musi podnieść współczynniki kapitałowe. Banki europejskie będą musiały jeszcze uzupełnić straty związane z redukcją zadłużenia Grecji oraz utratą wartości obligacji państwowych i prywatnych innych krajów. W celu sprostania wymogom Bazylei III, banki międzynarodowe mogą albo wyprzedawać aktywa lub ograniczać kredyty, co nie pozostanie bez wpływu na zmiany koncentracji w systemie bankowym.

3.3. Rynek kapitałowy

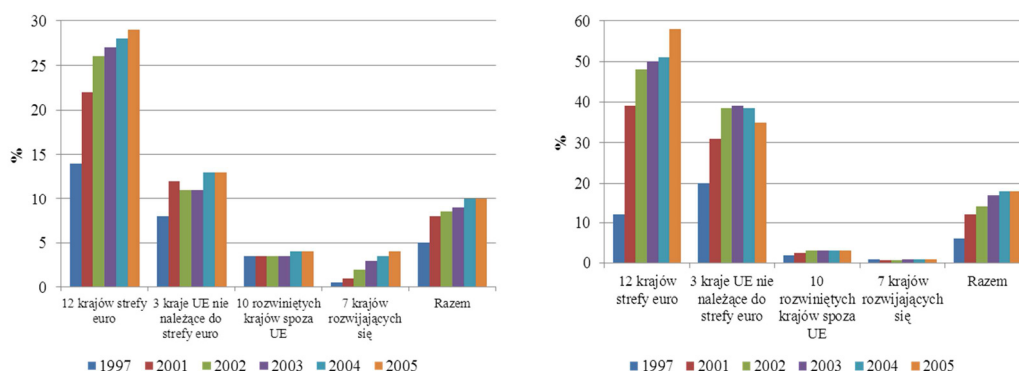
Utworzenie strefy euro miało także istotny wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych oraz handel aktywami pomiędzy krajami ją tworzącymi. Wprowadzenie wspólnej waluty i eliminacja ryzyka kursowego usunęły jedną z kluczowych przeszkód do integracji finansowej (Jappelli, Pagano 2008)¹⁵. W ciągu kilku lat, w portfelach inwestorów ze strefy euro można było zaobserwować wyraźny wzrost udziału aktywów z tego obszaru (por. wykres 5, zob. też Deutsche Bundesbank 2008), w szczególności w segmencie obligacji. Nieco mniejsza skala integracji rynku akcji¹⁶ wynikała ze specyfiki tej klasy aktywów - mimo eliminacji ryzyka kursowego są one bardziej heterogeniczne wewnątrz strefy euro, na co wpływają m.in. różnice prawne dotyczące emisji akcji (zob. European Commission

¹⁵ Pomimo eliminacji ryzyka kursowego występują inne czynniki ryzyka jak: różnice prawne, podatkowe, techniczne i instytucjonalne, które mogą stać na przeszkodzie pełnej integracji (Jappelli, Pagano 2008, s. 2). Na skalę handlu aktywami między krajami wpływa także wzajemny handel towarami, na co uwagę zwracają m.in. Aviat i Coeurdacier (2007).

¹⁶ Adam i in. (2002) pokazali, że integracja tych rynków wewnątrz strefy euro była większa niż na poziomie globalnym, należy jednak zauważyć, że badanie przeprowadzone było niemal 10 lat temu.

2008, Regling i in. 2010). Oceniając wpływ wprowadzenia euro na europejskie rynki kapitałowe należy jednak uwzględnić także wpływ innych czynników strukturalnych kształtujących sytuację na rynkach finansowych, takich jak np. zmiany demograficzne, technologiczne czy regulacyjne (Santillan i in. 2000).

Wykres 5. Udział zagranicznych akcji (lewy panel) i obligacji (prawy panel) ze strefy euro w portfelach inwestorów w poszczególnych grupach krajów



Źródło: De Santis, Gerard (2009, s. 1015).

Coeurdacier i Martin (2006, 2007) wykorzystując dane z *CPIS* oraz BIS oraz model grawitacyjny pokazali, że wprowadzenie euro wpłynęło na obniżenie kosztów transakcyjnych związanych z zakupem aktywów strefy euro. W przypadku obligacji koszty spadły o 17%, a w przypadku akcji 14%, na czym skorzystały zarówno kraje ze strefy euro, jak i spoza niej. W odniesieniu do krajów należących do strefy euro wspólna waluta przyczyniła się do dodatkowej redukcji kosztów o 10% dla akcji i 17% dla obligacji. Łącznie, koszty transakcyjne zakupu akcji strefy euro dla inwestorów z krajów strefy euro spadły o 27%, a koszty zakupu obligacji o 31%. Badanie nie wykazało natomiast wpływu euro na zmniejszenie kosztów transakcyjnych zakupu aktywów poza strefą euro.

Wpływ euro na decyzje portfelowe inwestorów europejskich nie jest jednak jednoznaczny. Z jednej strony koszty transakcyjne i informacyjne uległy redukcji dzięki eliminacji ryzyka kursowego, z drugiej strony, zmniejszyły się możliwości dywersyfikacji portfela. Haselmann i Herwatz (2010), mierząc odchylenia od

optymalnego portfela sugerowanego przez model I-CAPM¹⁷ wykazali na danych dotyczących portfeli akcji i obligacji niemieckich inwestorów w latach 1980-2003, że eliminacja ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych spowodowała wzrost inwestycji wewnątrz strefy euro. Ponadto okazało się, że w następstwie zwiększonej integracji, wprowadzenie euro wpłynęło na wzrost korelacji stopy zwrotu między aktywami strefy euro w porównaniu z okresem poprzedzającym integrację finansową. Może to utrudniać dywersyfikację ryzyka i w konsekwencji sprzyjać inwestycjom w krajach poza strefą euro (np. innych krajach europejskich), na co zwracali uwagę także Blank i Buch (2007), badając wpływ wprowadzenia euro na transgraniczne aktywa i zobowiązania banków (na podstawie danych BIS dla krajów OECD z lat 1995-2004).

3.3.1. Rynek obligacji

Pomiar integracji rynku obligacji w strefie euro za pomocą wskaźników cenowych wskazuje, że z wyjątkiem Grecji i Cypru, różnice w rentowności stały się nieznaczne już w 1998 r. (por. tabela 1).

Tabela 1. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych krajów strefy euro w 1998 r.

Kraj	Rentowność
Strefa euro (11)	4,71
Austria	4,71
Belgia	4,75
Cypr	6,74
Dania	4,94
Finlandia	4,79
Francja	4,64
Grecja	8,47
Hiszpania	4,83
Holandia	4,63
Irlandia	4,80
Niemcy	4,57
Portugalia	4,88
Włochy	4,88

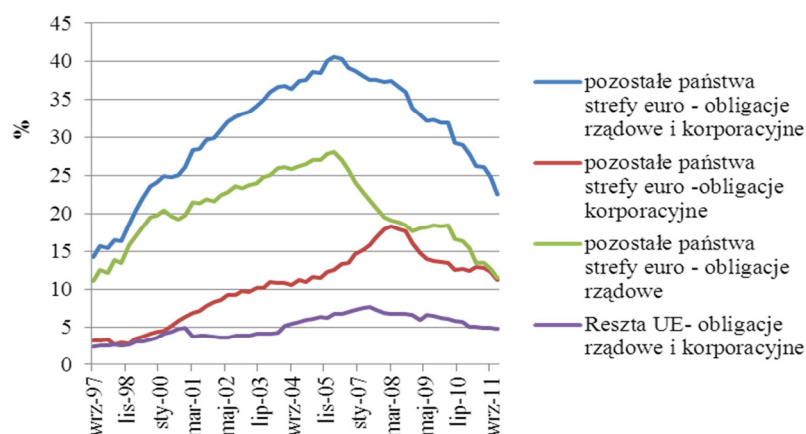
Źródło: Eurostat.

¹⁷ International Capital Assets Pricing Model – zob. Solnik (1974).

Silną zbieżność oprocentowania obligacji rządowych w okresie dochodzenia do euro można tłumaczyć po pierwsze stabilnością kursów wymiany przed przyjęciem wspólnej waluty i wprowadzeniem jej do obiegu, co początkowo zmniejszyło, a następnie wyeliminowało możliwość konkurencyjnej dewaluacji w poszczególnych krajach. Eliminacja premii za ryzyko usunęła główną przyczynę rozbieżności w zyskach z obligacji emitowanych w różnych krajach strefy euro. Po drugie, przygotowania krajów do wspólnej polityki pieniężnej doprowadziły do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, jeszcze przed przyjęciem euro. Po trzecie, konwergencja polityki makroekonomicznej wynikająca z realizacji kryteriów z Maastricht i restrykcje dotyczące polityki fiskalnej zawarte w Pakcie Stabilności i Wzrostu pomogły utrzymywać ryzyko kredytowe na niskim poziomie (Baele 2004). Wysiłki reformatorskie w zakresie konsolidacji fiskalnej i poprawy elastyczności mechanizmów rynkowych w niektórych krajach ustały po uformowaniu się strefy euro. Ponieważ jednak stopy długoterminowe pozostawały niskie, możliwa była tzw. „jazda na gapę” (*interest free ride*). Funkcja dyscyplinująca rynków finansowych została w pewnym stopniu „wyłączona” i ryzyko krajów było niedoszacowane.

Wskaźniki ilościowe sugerują spadek stopnia integracji w segmencie obligacji począwszy od 2005 r., objawiający się malejącą trans-graniczną własnością papierów dłużnych. Instytucje monetarne krajów strefy euro i UE utrzymywały mniej papierów rządowych i korporacyjnych ze strefy euro a trend ten został wzmocniony przez kryzys (por. wykres 6). ECB (2012) wskazuje, że istotny spadek trans-granicznej własności obligacji rządowych z 28% w 2005 r. do 16 % w 2010 r. wynikał głównie ze zwiększenia udziału obligacji krajowych, a nie z inwestycji w papiery wartościowe poza strefą euro (m.in. dlatego, że wzrosła preferencja do utrzymywania długu własnego kraju w sytuacji, kiedy znaczna część sektora bankowego znalazła się pod kontrolą rządów).

Wykres 6. Udział transgranicznych papierów dłużnych emitowanych przez podmioty niefinansowe ze strefy euro i z UE w portfelu monetarnych instytucji finansowych strefy euro, w %, III kw. 1997 r. – III kw. 2011 r.



Źródło: ECB, *Indicators of Financial Integration*

Lane (2006)¹⁸, wykorzystując dane dotyczące 22 krajów (w tym 11 ze strefy euro), pochodzące z *CPIS*, analizował wzajemne kompozycje międzynarodowych portfeli obligacji, szukając między innymi odpowiedzi na pytanie, czy kraje strefy euro inwestują nieproporcjonalnie więcej w innych krajach z obszaru wspólnej waluty. Uzyskane wyniki wskazują na bardzo istotny wpływ euro, nawet po uwzględnieniu zmiennych silnie skorelowanych z powodu obecności obydwu krajów w strefie euro (np. poziom handlu międzynarodowego, uczestnictwo w UE), a także typowe zmienne wykorzystywane w modelach grawitacyjnych (odległość, wspólny język itp.). Poziom wzajemnych inwestycji w obligacje (prywatne i państwowe) krajów należących do strefy euro jest o 235% wyższy niż w przypadku innych par krajów w próbie. Abad i in. (2009), dokonując dekompozycji czynników decydujących o zmianach cen obligacji rządowych w krajach UE 15 na czynniki lokalne (krajowe), regionalne (efekty strefy euro) oraz globalne, wskazują na istotny wpływ euro na integrację tego segmentu rynku. Potwierdzają, że obligacje krajów strefy euro były mniej wrażliwe na czynniki globalne i bardziej wrażliwe na czynniki związane z wydarzeniami w strefie euro. De Santis i Gerard (2009) na podstawie danych z *CPIS* o wzajemnych pozycjach trans-granicznych w akcjach i

¹⁸ Zob. też Lane, Walti (2006).

obligacjach 30 krajów (23 rozwiniętych i 7 rozwijających się), w okresach 1997-2001 oraz 1997-2005 zbadali, czy wprowadzenie euro wywołało realokację portfeli w kierunku strefy euro i/lub wewnątrz strefy euro. Oczekiwany wpływ wspólnej waluty na zwiększenie transgranicznej aktywności mógł wynikać między innymi z eliminacji ryzyka kursowego, a także z likwidacji innych barier, np. budowy transgranicznych platform obrotu, czy fuzji giełd¹⁹. Uzyskane wyniki pokazują, że utworzenie strefy euro miało istotny wpływ na integrację finansową. Z powodu wspólnej waluty zwiększył się udział inwestycji w krajach strefy euro w portfelach inwestorów z tych krajów, zarówno w przypadku obligacji jak i akcji. Wprowadzenie wspólnej waluty spowodowało wzrost inwestycji transgranicznych pomiędzy krajami strefy euro, między innymi również poprzez eliminację ograniczeń, nakładanych na fundusze inwestycyjne odnośnie do ich pozycji walutowej. W latach 1997-2001 udział akcji ze strefy euro w portfelach inwestorów z 9 krajów strefy euro wzrósł o 8,1 pkt. proc. a w przypadku obligacji o 21,6 pkt. proc. W latach 1997-2005 udziały te wzrosły jeszcze bardziej, odpowiednio o 15,3 pkt. proc i o 30,8 pkt. proc. Efekt ten nie odzwierciedla jedynie krótkoterminowego wzrostu przepływów wewnątrz strefy euro, lecz charakteryzuje zjawisko występujące w dłuższym horyzoncie czasowym.

3.3.2. Rynek akcji

Wprowadzenie euro uruchomiło również pewne procesy integracyjne na rynkach akcji, co pokazali De Santis i Gerard (2009). Ten obszar systemu finansowego strefy euro pozostaje jednak nadal w dużym stopniu „pofragmentowany”, co wynika z dużego znaczenia czynników lokalnych, kształtujących ceny aktywów oraz słabego postępu w integracji realnej i konsolidacji europejskich rynków akcji. Trend w kierunku transeuropejskiej internacjonalizacji inwestycji w akcje pojawił się już w latach 90. i został wzmocniony przez wprowadzenie euro.

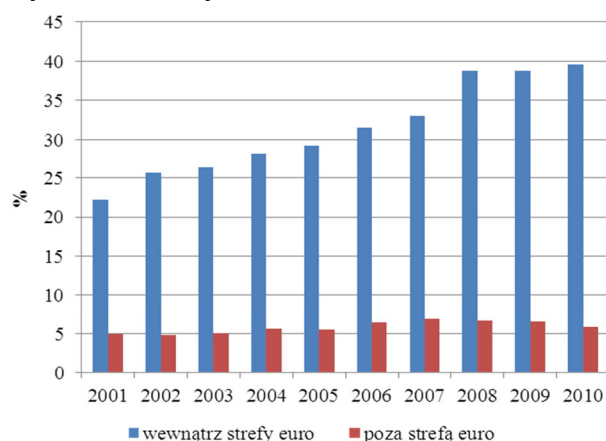
Ocena stopnia integracji rynków akcji strefy euro przez pryzmat wskaźników cenowych jest na ogół dokonywana przez porównanie korelacji dochodowości instrumentów finansowych mierzonych zmianami indeksów giełdowych (Baele i in. 2004) . W okresie 1999-2006 odnotowano istotny spadek odchylenia standardowego

¹⁹W badaniu uwzględniono szczególną rolę Londynu, jako głównego centrum finansowego pośredniczącego w transferze inwestycji pomiędzy Europą a pozostałymi krajami.

stóp zwrotu pomiędzy indeksami opisującymi krajowe rynki akcji oraz indeksami opisującymi poszczególne sektory w krajach strefy euro. Znaczne zróżnicowanie rynków giełdowych w początkowym okresie tworzenia unii monetarnej przypisuje się procesowi zmniejszania kapitalizacji na największych giełdach w Europie w związku z pęknięciem bańki internetowej w 2001 r. W latach 2006-2009 zanotowano wzrost zróżnicowania pomiędzy rynkami akcji, jednak od roku 2009 obserwuje się ponowny wzrost stopnia integracji, co można wiązać z osłabieniem się rynku kredytowego w tym okresie. Wskaźniki mierzące ruchy cen aktywów finansowych, polegające na ocenie wpływu czynników regionalnych (ze strefy euro) oraz globalnych (z USA) również wskazują na wzrost stopnia integracji. W latach 1999-2012 wyraźnie wzrosła rola czynników regionalnych kształtujących zachowanie cen akcji w porównaniu z czynnikami (szokami) globalnymi (ECB 2012).

W zakresie wskaźników ilościowych również obserwowana jest realokacja aktywów inwestorów instytucjonalnych pomiędzy krajami strefy euro, która nie obejmuje jednak Wielkiej Brytanii i Szwecji, krajów pozostających poza strefą euro. Wskaźniki ilościowe mierzące integrację w segmencie papierów udziałowych wskazują, że prawie 40% utrzymywanych aktywów stanowiły akcje emitowane w innych krajach strefy euro (por. wykres 7).

Wykres 7. Transgraniczna własność papierów udziałowych emitowanych przez rezydentów strefy euro w latach 2001-2010



Źródło: ECB, *Indicators of Financial Integration*

Fratscher (2001) wykazał, że giełdy krajów, które przystąpiły do strefy euro stały się ze sobą znacząco powiązane już od 1996 r., a więc w okresie konwergencji. Według tej empirycznej analizy, główną przyczyną integracji finansowej po wprowadzeniu euro było wyeliminowanie ryzyka kursowego oraz wspólna polityka monetarna, która doprowadziła do konwergencji stopy procentowej i stopy inflacji. Autor podkreśla, że już sam proces tworzenia Europejskiej Unii Walutowej wywierał znaczący wpływ na postęp w integracji finansowej w regionie. Zmiany cen akcji na giełdach europejskich zaczęły zależeć w większym niż do tej pory stopniu od sytuacji na innych parkietach w regionie, a w mniejszym od zachowania giełd amerykańskich. Autor zauważył pewną asymetrię w przenoszeniu się szoków pomiędzy poszczególnymi giełdami - szoki negatywne rozprzestrzeniają się silniej niż pozytywne, a duże szoki mają znacznie większy wpływ na inne rynki niż małe.

3.3.3. Inwestycje bezpośrednie

Istotną rolę w międzynarodowej alokacji kapitału, poza inwestycjami portfelowymi, odgrywają inwestycje bezpośrednie (BIZ). Uwarunkowania tych typów inwestycji oraz kwestię ich stabilności omawiają Forster i in. (2011). Dowodzą oni, że po utworzeniu strefy euro nastąpił wzrost inwestycji bezpośrednich w państwach ją tworzących, zwłaszcza w przemyśle. Przyczynił się do tego brak ryzyka walutowego oraz znaczne ograniczenie kosztów transakcyjnych, stałych oraz kosztów finansowania. Rozwój przepływu inwestycji portfelowych zdynamizował natomiast rozwój platform handlowych, zajmujących się tego typu inwestycjami. To z kolei stworzyło nowe możliwości dywersyfikacji ryzyka. Pewna część inwestycji międzynarodowych została przy tym skierowana do państw Europy Środkowo-Wschodniej. Autorzy stwierdzają ponadto, że o ile napływ inwestycji bezpośrednich ze strefy euro stanowił ważne źródło finansowania deficytu na rachunku bieżącym państw tego regionu, to w stosunku do przepływu odnotowanego wewnątrz strefy euro były to wielkości marginalne. Autorzy podkreślają, że z danych EBC wynika, iż w okresie od 1999 do 2010 r. strefa euro była eksporterem netto inwestycji bezpośrednich i równocześnie importerem netto inwestycji portfelowych. W latach 2008-2009 inwestycje bezpośrednie spadły nieznacznie w porównaniu ze spadkami napływu innych form napływu kapitału zagranicznego, co można częściowo

tłumaczyć długookresowym zaangażowaniem inwestorów bezpośrednich oraz dużymi kosztami stałymi, co utrudnia szybkie wycofywanie się z podjętych inwestycji.

Również Sousa i Lochard (2006) wskazują na pozytywne oddziaływanie euro na przepływy BIZ wewnątrz i poza strefą euro. Petroulas (2007) potwierdza, że euro mogło prowadzić do wzrostu BIZ między krajami strefy euro o ok. 14-16% oraz do wzrostu BIZ z krajów strefy euro poza jej obszarem o ok. 11-13% i w nieco mniejszym stopniu do napływu BIZ z krajów trzecich do strefy euro. Badania Flama i Nordstroma (2008) nie potwierdzają jednak wpływu euro, jako czynnika stymulującego takie przepływy. Zdaniem autorów determinujące znaczenie ma proces implementacji reguł Jednolitego Rynku. Również Taylor (2008) wskazuje, że po wyłączeniu z grupy euro Luksemburga (kraju "tranzytu" dla kapitału w UE), zmiany przepływu BIZ pomiędzy krajami strefy euro były poniżej średniej dla świata. Barr i in. (2003) wskazują ponadto, że pozostanie Wielkiej Brytanii, Danii i Szwecji przy walutach krajowych zwiększyło u nich napływ BIZ w efekcie dywersyfikowania ryzyka, po utworzeniu strefy euro.

4. Porównanie regionalnej integracji finansowej w Unii Europejskiej i w Azji Wschodniej

Do pełnej oceny procesu integracji finansowej w Europie potrzebna jest skala porównawcza, pokazująca integrację w EU na tle reszty świata. Za punkt odniesienia przyjąć można Azję Wschodnią, która pomimo trwających od wielu lat dążeń i płynącego tam strumienia inwestycji zagranicznych, nie osiągnęła jak dotychczas istotnego stopnia integracji finansowej.

Różne inicjatywy mające na celu wzmocnienie integracji w Azji Wschodniej skupiały się jak dotąd głównie na handlu, jednak jak podaje Pasadilla (2008), nawet w tym obszarze stopień zintegrowania jest tam wciąż daleki od zamierzonego poziomu. Pomimo wynegocjowania i podpisania kilku bilateralnych umów handlowych, nie istnieje jeszcze prawdziwa unia bezcłowa. Po stronie przepływów kapitału konieczne jest pogłębianie rynku kapitałowego oraz zniesienie istniejących barier, gospodarki poszczególnych państw są bowiem wciąż chronione licznymi regulacjami oraz ograniczeniami dla wolnego przepływu kapitału, do czego przyczynił się walutowy kryzys azjatycki lat 90'tych. Również Park i Wyplosz (2008) stwierdzili, że działania na rzecz integracji finansowej w tym regionie są na razie mało skuteczne. Reformy sektora bankowego w Azji Wschodniej, podobnie jak działo się to w Europie w latach 80'tych, są wciąż bardzo ograniczone. Rynki kapitałowe rozwinęły się po kryzysie azjatyckim, jednakże wskazana jest znaczna poprawa ochrony właściciela i praw wierzyciela, liberalizacja rachunku kapitałowego, poprawa regulacji oraz infrastruktury prawnej jak również utworzenie instytucji ratingowych.

Porównanie integracji finansowej w krajach Azji Wschodniej i w Unii Europejskiej przeprowadził Lee (2008). Analizując za pomocą modelu grawitacji bilateralne inwestycje portfelowe w latach 2001-2003 pokazał, że stopień integracji finansowej w UE był wyższy, niż w regionie Wschodniej Azji. Jako przyczynę wskazuje on nierozwiniętą infrastrukturę finansową (pomimo znacznych rozmiarów handlu produktami w regionie), ograniczenia przepływów kapitałowych wprowadzone po kryzysie azjatyckim oraz dużą zmienność kursów walutowych, wynikającą z braku wzajemnie uznawanej i stabilnej lokalnej waluty rozliczeniowej.

Calvi (2010), w celu porównania integracji finansowej siedmiu krajów z UE oraz jedenastu krajów z Azji Wschodniej, przeprowadziła analizę kointegracyjną oraz badanie przyczynowości w sensie Grangera²⁰. Wykazała, że w Europie integracja na rynku obligacji jest silniejsza niż na rynku akcji, natomiast w przypadku Azji Wschodniej relacja ta jest odwrotna. Stwierdziła również, iż, pomimo że w ciągu ostatnich dziesięciu lat próbowano zwiększyć integrację, wciąż jest ona bardzo słaba - pomimo inicjatyw służących finansowemu zbliżeniu rynków Azji Wschodniej, na rynkach obligacji daje się zauważyć tylko śladowe ich skorelowanie.

Analiza pozycji inwestycyjnej inwestycji portfelowych pomiędzy krajami Azji Wschodniej oraz resztą świata na koniec 2010 r., przeprowadzona na podstawie danych zebranych przez Azis (2012), potwierdza zjawiska opisane powyżej. Inwestycje udziałowe dokonywane pomiędzy poszczególnymi krajami azjatyckimi (intra) pod koniec 2010 r. stanowiły łącznie ok. ¼ całości zaangażowania tej grupy krajów w ten instrument (por. tabela 2). Warto podkreślić, iż 55% inwestycji azjatyckich skierowano do Chin, co stanowiło 47% inwestycji napływających w tym okresie do Chin ze świata²¹. Udział zaangażowania azjatyckiego w papiery udziałowe krajów Azji stanowił natomiast 14,2% handlu światowego tymi aktywami. Dominująca część napływu inwestycji udziałowych do Azji pochodziła z USA (42,5%) oraz EU15 (30,5%).

²⁰ W analizie wykorzystano dane dzienne od 1989 r. (niekiedy od 2000 r.) do lipca 2009 r.

²¹ Badanie Azis (2012) dotyczy finansowej integracji Azji Wschodniej. Natomiast dane oraz informacje na temat integracji finansowej Chin kontynentalnych z Azją Wschodnią oraz z resztą świata podają Shu-Ling Tan, Dyck i Hausakul (2011).

Tabela 2. Azjatyckie inwestycje w papiery wartościowe udziałowe, mln USD, na koniec 2010 r.

z \ do	Chin (1)	Azji (2)	USA	EU15	Świata (3)	(1)/(2)	(2)/(3)
Hong Kongu	146 252	167 655	18 758	86 741	584 087	87,20%	28,70%
Japonii	13 481	60 037	269 567	154 547	678 481	22,50%	8,80%
Korei	10 639	27 721	22 465	15 695	86 697	38,40%	32,00%
Singapuru	34 217	103 389	30 073	32 873	194 121	33,10%	53,30%
Azji (A)	205 054	372 576	-	-	1 575 495	55,00%	23,60%
USA (B)	100 624	1 118 709	-	1 629 967	4 646 908	9,00%	24,10%
EU15 (C)	106 245	802 546	1 190 213	3 451 482	6 618 085	13,20%	12,10%
Świata (D)	436 934	2 631 970	2 321 589	6 317 213	15 462 872	16,60%	17,00%
(A)/(D)	46,90%	14,20%	-	-	10,20%		
(B)/(D)	23,00%	42,50%	-	25,80%	30,10%		
(C)/(D)	24,30%	30,50%	51,30%	54,60%	42,80%		

Źródło: opracowanie własne danych IMF i CPIS zebranych i zagregowanych przez Azis (2012).

Udział transgranicznych azjatyckich papierów dłużnych w całości zaangażowania krajów Azji w ten instrument wyniósł tylko 7,2%, co wynika głównie ze słabego zainteresowania Japonii papierami dłużnymi regionu (por. tabela 3). Spośród inwestycji w papiery dłużne, które kraje Azji lokowały w Azji, około 20% płynęło do Chin. Udział azjatyckich inwestycji w papiery dłużne krajów Azji stanowił natomiast 23,5% handlu światowego tymi aktywami.

Tabela 3. Azjatyckie inwestycje w dłużne papiery wartościowe, mln USD, na koniec 2010 r.

z \ do	Chin (1)	Azji (2)	USA	EU15	Świata (3)	(1)/(2)	(2)/(3)
Hong Kongu	45 875	106 805	72 199	93 912	344 854	43,00%	31,00%
Japonii	494	29 542	868 676	874 774	2 667 349	1,70%	1,10%
Korei	167	2 635	12 760	7 871	29 990	6,30%	8,80%
Singapuru	1 970	78 384	35 895	58 852	204 636	2,50%	38,30%
Azji (A)	48 622	238 320	994 407	1 040 560	3 287 533	20,40%	7,20%
USA (B)	1 602	127 086	-	923 866	2 091 098	1,30%	6,10%
EU15 (C)	6 332	342 076	1 928 954	8 109 098	12 403 303	1,90%	2,80%
Świata (D)	58 647	1 012 457	5 968 406	12 454 422	24 827 387	5,80%	4,10%
(A)/(D)	82,90%	23,50%	16,70%	8,40%	13,20%		
(B)/(D)	2,70%	12,60%	-	7,40%	8,40%		
(C)/(D)	10,80%	33,80%	32,30%	65,10%	50,00%		

Źródło: opracowanie własne danych IMF i CPIS zebranych i zagregowanych przez Azis (2012).

Porównanie skali tych dwóch kategorii inwestycji portfelowych wskazuje, że w Azji lokowano 17% światowych inwestycji w papiery udziałowe, lecz tylko 4,1% światowych inwestycji w papiery dłużne, które stanowią zabezpieczenie transakcji finansowych. Dla porównania, w EU15 lokowane było 41% światowych inwestycji w papiery udziałowe oraz 50% w papiery dłużne. W porównaniu do gospodarek rozwiniętych (strefy euro), w Azji znacznie mniej inwestycji lokowanych jest w papiery dłużne, ponieważ kraje te dysponują nadwyżkami oszczędności a pod wpływem doświadczeń płynących z kryzysów azjatyckich, stosują one pewne ograniczenia na przepływy kapitału i kurs walutowy. Osobnym zagadnieniem, które jest pominięte w tej analizie, są inwestycje chińskich nadwyżek dewizowych w akcjach i obligacjach azjatyckich, amerykańskich i europejskich.

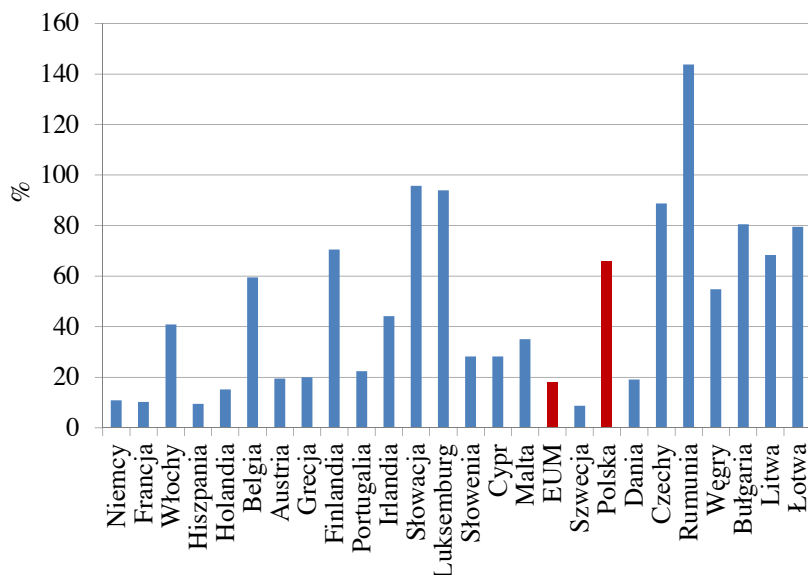
5. Międzynarodowa integracja finansowa Polski

Proces integracji finansowej Polski rozpoczął się wraz ze zmianami polityczno-gospodarczymi po 1989 r., jednak kluczowym czynnikiem wpływającym na stopień integracji finansowej Polski oraz innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, była akcesja do Unii Europejskiej w 2004 r. Ujednolicenie prawodawstwa, usunięcie barier w przepływach kapitałowych a w niektórych państwach (Słowenii, Słowacji i Estonii) także wprowadzenie wspólnej waluty, bądź powiązanie walut krajowych z euro (Litwa i Łotwa należą do ERM II odpowiednio od 2004 i 2005 r., bułgarska lewa związana jest z euro jednostronnie sztywnym kursem wymiany), przyczyniły się do daleko idących zmian w systemach finansowych tych krajów. W Polsce, efekty postępującej integracji finansowej widoczne były szczególnie w sektorze bankowym, ze względu na jego znaczenie w sektorze finansowym, zmiany nastąpiły jednak także w poszczególnych segmentach rynku kapitałowego.

5.1. Integracja systemu bankowego

Ważnym zjawiskiem wspierającym integrację finansową w ciągu ostatnich dwóch dekad był wzrost aktywności banków globalnych i napływ kapitału zagranicznego do sektorów bankowych nowych członków krajów UE (zob. m.in. Kamerling, Makipaa 2008, Allen i in. 2011a). Schoemaker i Wagner (2011) wykazali, że sektory bankowe nowych krajów Unii Europejskiej są zależne od banków z krajów „starej unii”, z uwagi na znaczne zaangażowanie kapitału zagranicznego. Kapitał zagraniczny jest również obecny w polskim systemie bankowym, zaangażowanie banków zagranicznych jest relatywnie duże w porównaniu z krajami strefy euro, choć mniejsze niż w niektórych innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (por. wykres 8).

Wykres 8. Porównanie udziałów kapitału zagranicznego w systemach bankowych krajów UE w 2010 r.

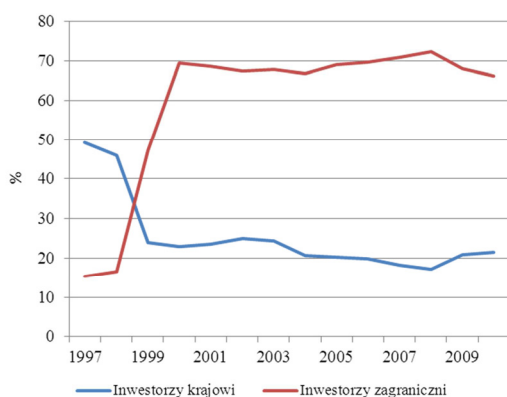


Źródło: EBC. Uwaga: dla Wielkiej Brytanii i Estonii brak danych.

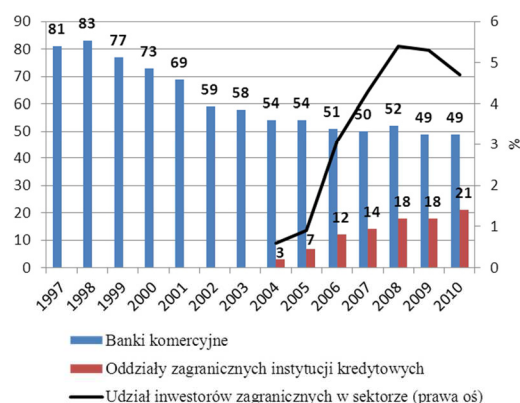
5.1.1. Zmiany własnościowe w polskim sektorze bankowym

Obecna struktura własnościowa polskiego sektora bankowego jest efektem prywatyzacji banków państwowych, rozpoczętej w pierwszej połowie lat 90, a także wynikiem fuzji i przejęć. W początkowym okresie transformacji ustrojowej brakowało w Polsce kompetencji w zarządzaniu bankami w warunkach gospodarki rynkowej, nie było także krajowych inwestorów dysponujących odpowiednim kapitałem, niezbędne było więc sięgnięcie po kapitał zagraniczny. W wyniku programu prywatyzacji banków, udział inwestorów zagranicznych w sektorze bankowym wzrósł do poziomu przekraczającego 60% w 2000 i ustabilizował się na tym poziomie w kolejnych latach. Pod koniec 2010 r. kapitał zagraniczny w aktywach banków krajowych stanowił już 66% (por. wykres 9), przy czym dominującą rolę odgrywali inwestorzy z krajów strefy euro.

Wykres 9. Udział inwestorów zagranicznych w aktywach polskiego sektora bankowego w latach 1997-2010



Wykres 10. Liczba banków komercyjnych i oddziałów zagranicznych instytucji kredytowych w Polsce, w latach 1997-2010



Źródło: NBP, KNF.

5

W pierwszej połowie lat 90. głównym mechanizmem konsolidacji było przejmowanie przez silniejsze banki innych podmiotów, będących w złej sytuacji finansowej, natomiast w okresie 1997-2001 pozyskiwano przede wszystkim inwestorów strategicznych dla prywatyzowanych banków. W efekcie procesów konsolidacyjnych, w polskim sektorze bankowym nastąpił spadek liczby banków komercyjnych (por. wykres 10). Zmiany w strukturze własnościowej miały miejsce także w ostatnich latach. Kryzys finansowy wywołał bowiem falę fuzji i przejęć transgranicznych w krajach UE i w strefie euro²², co znalazło odzwierciedlenie w polskim systemie bankowym. Pod wpływem fuzji i przejęć transgranicznych inwestorów strategicznych nasiliły się procesy konsolidacyjne na rynku krajowym²³.

Kryzys finansowy nie spowodował ucieczki inwestorów zagranicznych z polskiego systemu bankowego – ich zachowanie (np. wysoki stopień reinwestycji zysków oraz zainteresowanie długoterminowymi papierami wartościowymi po 2009 r.) wskazuje, że traktują oni obecność w Polsce w kategoriach długookresowych. Duża obecność inwestorów zagranicznych w polskim systemie bankowym sprzyja także rozwojowi innych sektorów gospodarki - Cazzavillan i Olszewski (2009),

²² Doszło m.in. do zakupu Fortis przez BNP Paribas oraz kupna banków brytyjskich przez Santander.

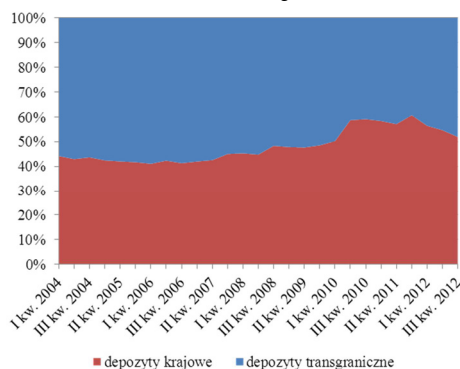
²³ Po 2008 r. nastąpiło min. do połączenie GE Money Bank z Bankiem BPH, Dominet Bank S.A. z Fortis Bank Polska S.A. oraz przejęcie Cetelem Bank S.A. przez Sygma Banque.

posługując się modelem grawitacji do oceny napływu inwestycji z krajów najbardziej rozwiniętych do państw Europy Środkowo-Wschodniej wykazali, że istnieje silna dwustronna długookresowa relacja pomiędzy napływem inwestycji bezpośrednich w sektorze finansowym, a inwestycjami bezpośrednimi w innych sektorach gospodarki - międzynarodowe usługi finansowe podążają za inwestycjami bezpośrednimi oraz są katalizatorem inwestycji bezpośrednich zwłaszcza w sektorze przemysłowym²⁴.

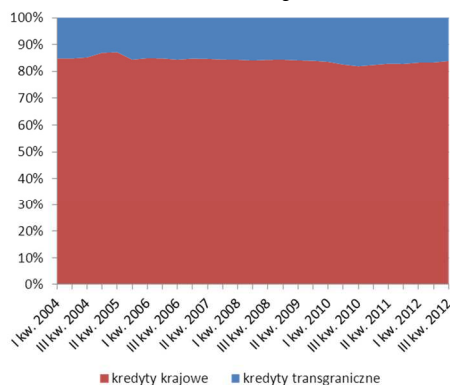
5.1.2. Zmiany w strukturze finansowania i działalności banków

Integracja finansowa Polski i regionu Europy Środkowo-Wschodniej z pozostałą częścią Europy znalazła swoje odzwierciedlenie w bilansach banków. Kruszka (2011) pokazał, że od momentu przystąpienia do UE do 2008 r. w finansowaniu banków relatywnie większą rolę odgrywały depozyty transgraniczne, niż środki krajowe. Natomiast w przypadku działalności kredytowej, bezpośrednie transgraniczne kredyty dla sektora niefinansowego nie miały dużego znaczenia (por. wykresy 11a i 11b).

Wykres 11a. Zmiany struktury depozytów instytucji finansowych w 10 krajach członkowskich Europy Środkowo-Wschodniej



Wykres 11b. Zmiany struktury kredytów dla sektora niefinansowego w 10 krajach członkowskich Europy Środkowo-Wschodniej



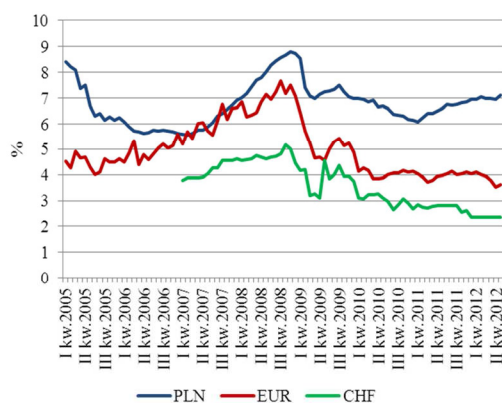
Źródło: Kruszka (2011).

²⁴ Inni autorzy dostrzegają także negatywne efekty napływu BIZ – zob. np. Christodoulakis, Sarantides (2011), Kinoshita (2011), Mitra (2011).

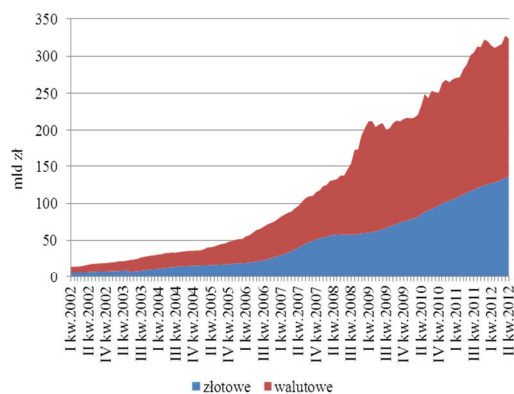
Możliwość łatwiejszego finansowania na międzynarodowym rynku międzybankowym i dostęp do oszczędności zagranicznych dzięki kredytom w bankach-matkach sprawiły, że polskie banki-córki mogły się finansować taniej za granicą niż na rynku krajowym. W połączeniu ze wzrostem zdolności kredytowej kredytobiorców krajowych, wynikającym między innymi ze wzrostu dochodów w okresie boomu gospodarczego, umożliwiało to rozwijanie przez banki akcji kredytowej na dużą skalę, w szczególności w segmencie walutowych kredytów hipotecznych, o atrakcyjności których decydował głównie niższy niż w przypadku kredytów w PLN koszt odsetkowy²⁵ (por. wykres 12). Według danych NBP, zobowiązania polskiego sektora bankowego wobec zagranicy wzrosły z 27 mld EUR w 2007 do 43 mld EUR w 2008 r. i 52 mld EUR w 2010 r. Odpowiednio do tego rósł w tym okresie udział kredytów walutowych udzielanych przez banki polskie (por. wykres 13).

5

Wykres 12. Oprocentowanie nowego kredytu mieszkaniowego w Polsce, w latach 2005-2012



Wykres 13. Stan salda kredytu mieszkaniowego w Polsce, w latach 2002-2012



Źródło: NBP

Mimo pewnych krótkookresowych korzyści dla kredytobiorców, mechanizm ten doprowadził do przegrzania koniunktury na rynku nieruchomości i silnego wzrostu

²⁵ Zob. różne wydania publikacji NBP: *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP (2011) oraz Steiner (2011). Kredyty walutowe utrudniały także prowadzenie polityki pieniężnej przez bank centralny, bowiem klienci mogli łatwo zastępować kredyty złote kredytami denominowanymi w walutach obcych (Brzoza-Brzezina i in. 2010).

cen mieszkań. Kiedy w 2009 r., z powodu niepewności na rynkach międzynarodowych, wystąpiło silne ograniczenie płynności i kapitał zagraniczny zaczął z Polski odpływać, nastąpiła deprecjacja kursu złotego. Raty kredytów istotnie wzrosły, a w przypadku najpopularniejszych w tym czasie kredytów denominowanych w CHF, wzrost ten wyniósł ok. 15-30%, w zależności od daty zawarcia umowy kredytowej²⁶. Osłabienie złotego pomogło jednak zwiększyć konkurencyjność zewnętrzną, co hamowało spadek eksportu i pomagało w utrzymaniu dodatniego tempa wzrostu gospodarczego w roku 2009. Spadek popytu związany z nagłym zahamowaniem akcji kredytowej był bardzo silny, przeciwdziałał temu jednak wzrost deficytu budżetowego. Wszystkie te czynniki razem (wysoce zaawansowana integracja finansowa, w tym m.in. duży udział inwestycji bezpośrednich, deprecjacja kursu walutowego, ustabilizowanie popytu wewnętrznego przez sektor publiczny oraz krajowy nadzór bankowy), pomogły gospodarce polskiej przetrwać pierwszą fazę kryzysu finansowego w relatywnie dobrej formie.

5.2. Inwestycje portfelowe w Polsce

Międzynarodowa integracja finansowa znajdowała swoje odzwierciedlenie nie tylko w rozwoju polskiego rynku bankowego, ale też w napływie inwestycji portfelowych. Podobnie jak w innych krajach, skala integracji finansowej była większa w segmencie obligacji niż na rynku udziałowych papierów wartościowych²⁷.

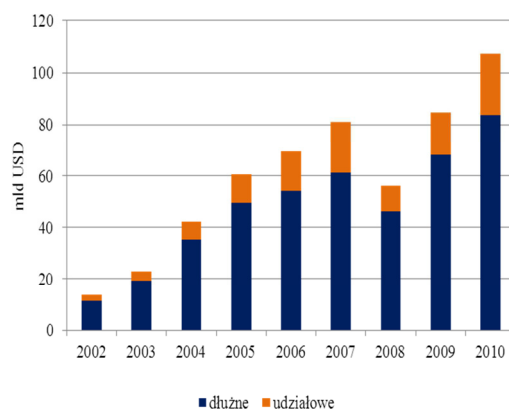
Przystąpienie Polski do UE przyczyniło się do wzrostu napływu inwestycji portfelowych, których wartość od roku 2004 zwiększała się stopniowo z każdym kolejnym rokiem, przy czym dominowały inwestycje w papiery dłużne, głównie obligacje i bony skarbowe. Sytuacja ta trwała aż do załamania kryzysowego w 2008

²⁶ Napięcia powstające w tym okresie na polskim rynku walutowo-kredytowym łagodziły pośrednio EBC i bank centralny Szwajcarii, które, wobec pogarszania się warunków płynności w europejskim systemie bankowym, obniżyły swoje stopy procentowe prawie do zera.

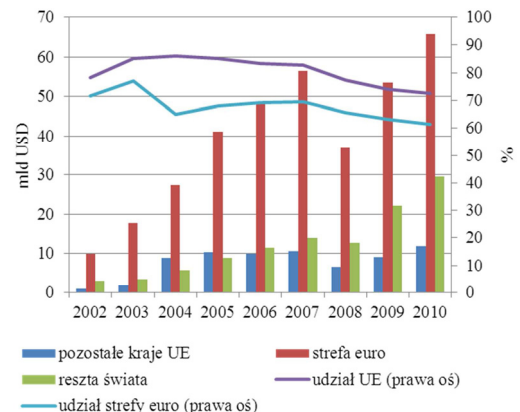
²⁷ Korzystając z modeli grawitacji stosowanych przez Portes i Rey (2005) lub Hermann i Mihaljek (2010), przeprowadzono analizę czynników inwestycji portfelowych. Jednak z uwagi na krótki szereg czasowy, silne zmiany strukturalne wynikające z przystąpienia Polski do UE, oraz późniejszy kryzys, wynik regresji był niestabilny. Z tego powodu opieramy się tylko na analizie statystycznej.

r. w USA (por. wykres 14)²⁸. Zdecydowana większość kapitału portfelowego napływała jednak do Polski z UE i ze strefy euro (por. wykres 15), należy jednak wziąć pod uwagę szczególną rolę centrów finansowych (takich jak na przykład Londyn, czy Luksemburg), przez które przepływa znaczna część funduszy międzynarodowych. Po 2007 r. relatywnie wzrosło znaczenie inwestorów spoza UE, do czego przyczynić się mogło załamanie na amerykańskim rynku nieruchomości. Uwzględniając dobrą koniunkturę w Polsce oraz niedowartościowanie waluty, inwestycje w krótkookresowe papiery dłużne zyskały na atrakcyjności w 2008 r., natomiast w latach 2009-2011 zaobserwować można było wzrost zainteresowania papierami długookresowymi (w miejsce depozytów i pożyczek długookresowych)²⁹.

Wykres 14. Inwestycje portfelowe w Polsce w latach 2002-2010, mld USD



Wykres 15. Inwestycje portfelowe w Polsce w podziale na kraje pochodzenia



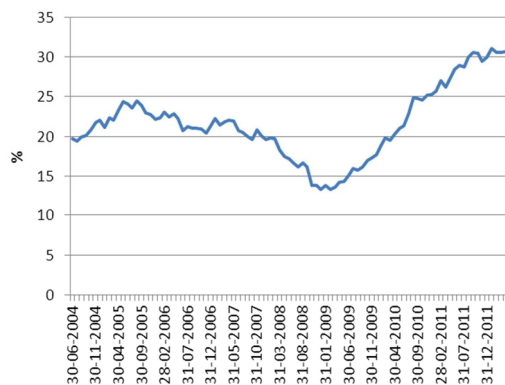
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych CPIS.

Należy podkreślić, iż rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce jest w dużej mierze rynkiem papierów skarbowych. Integracja finansowa w tym segmencie skarbowych przejawia się między innymi udziałem nierezydentów w rynku krajowym oraz emisjami długu na rynkach zagranicznych. Począwszy od 2009 r. zauważyć można rosnący udział inwestorów zagranicznych na wtórnym rynku dłużnych papierów wartościowych (por. wykres 16).

²⁸ Należy uwzględnić dodatkowy wpływ wahań kursu PLN/USD, który pod koniec 2008 r. zdeprecjonował się o 20%. Ponieważ inwestycje księgowane są w złotych, spotęgowało to spadek stanu inwestycji w USD.

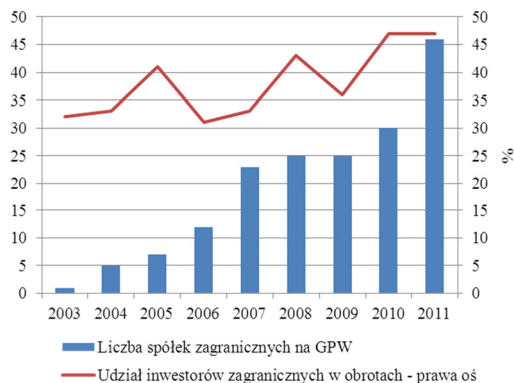
²⁹ Dane NBP, Kwartalne rachunki finansowe, obliczenia własne.

Wykres 16. Udział inwestorów zagranicznych na rynku wtórnym skarbowych dłużnych papierów wartościowych w Polsce



Źródło: dane MF

Wykres 17. Spółki zagraniczne i inwestorzy zagraniczni na GPW



Źródło: dane GPW

Biorąc pod uwagę publiczny rynek akcji można zauważyć, że przystąpienie Polski do UE i związane z tym wdrożenie szeregu regulacji, np. zasady jednolitego paszportu³⁰ stanowiło czynnik sprzyjający pojawianiu się na warszawskim parkiecie większej liczby spółek zagranicznych³¹. W miarę rozwoju krajowego rynku kapitałowego, zwiększał się także udział inwestorów zagranicznych w obrotach akcjami na GPW (por. wykres 17).

³⁰ Zasada jednolitego paszportu daje spółkom zarejestrowanym w jednym kraju UE prawo wprowadzenia akcji na giełdę w innym kraju członkowskim, na podstawie decyzji o dopuszczeniu do obrotu wydanej przez nadzór macierzysty emitenta, bez konieczności sporządzania nowego prospektu emisyjnego oraz ponownego ubiegania się o zgodę nadzoru finansowego w innym kraju UE (Nawrot 2006).

³¹ Pierwszy debiut spółki zagranicznej na GPW odbył się w 2003 r., jeszcze przed akcesją Polski do UE.

6. Zaburzenie integracji w międzynarodowym systemie finansowym

Globalizacja rynków finansowych wymaga międzynarodowej współpracy gospodarczej, przede wszystkim w celu ograniczenia potencjału destabilizacyjnego rynków walutowych, które stanowią pomost pomiędzy rynkami pieniężnymi i kapitałowymi. Rezygnacja z polityki kursowej po utworzeniu europejskiej unii walutowej oraz wspólna polityka pieniężna sprawiły, że rachunek obrotów bieżących krajów strefy euro kształtował się pod silnym wpływem tempa wzrostu płać, co prowadziło do narastania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących. Kryzys finansowy przychodzący z zewnątrz w pierwszej kolejności uruchomił ochronę interesów własnych państw członkowskich, a nie ochronę wspólnych interesów, co jest przykładem niedoskonałości w europejskim mechanizmie walutowym i pieniężnym, opartym jedynie na jednolitym rynku i braku ograniczeń dla przepływu kapitału. Silny wzrost zadłużenia państw i banków strefy euro skłonił ECB do podejmowania niestandardowych działań stabilizujących europejski rynek pieniężny i rynek papierów skarbowych. Rozpoczęła się restrukturyzacja zadłużenia strefy euro pod auspicjami nowo powołanego Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (EMS), ECB i IMF. Wobec silnego zintegrowania europejskiego rynku finansowego z rynkiem światowym, jego niestabilność oddziałuje negatywnie zarówno na pozostałe kraje wysoko rozwinięte jak i na kraje rozwijające się.

Podobnie jak narastanie boomu kredytowego w latach 2007-2008, rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego wynikało częściowo ze stosowania modeli wyceny ryzyka zbudowanych według tych samych zasad. Zwiększało to procykliczność rynków finansowych, którą generowała łatwość pozyskiwania kapitału zewnętrznego i nastroje uczestników rynku, nadmiernie optymistyczne w czasie boomu i zbyt pesymistyczne w czasie bessy. Wszystkie te czynniki, jak również brak instrumentów, które mogłyby temu przeciwdziałać, przyczyniły się do wywołania drugiej fali kryzysu finansowego w Europie. Omawiając najważniejsze zaburzenia, które wystąpiły na rynku finansowym w związku z kryzysem bankowym, oraz wskazując potencjalne zagrożenia, które jeszcze mogą wystąpić w przyszłości, chcemy podkreślić, że oprócz pozytywnych aspektów integracji

finansowej i liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitału, w pewnych warunkach czynniki te powodują wzrost ryzyka systemowego.

6.1. Transgraniczne przepływy kapitału a kryzys - ważniejsze aspekty

Zaburzenia, które ujawniły się w strefie euro pod wpływem kryzysu miały swoje źródła w niedoskonałości rynku i narastały od wielu lat w tych samych obszarach, powodując wykształcenie się trwałych różnic pomiędzy krajami południa a krajami północnymi strefy euro. Różnice te dotyczą przede wszystkim poziomu inflacji, tempa wzrostu płac, oraz skali nierównowagi na rachunku obrotów bieżących. Wobec integracji europejskiego i amerykańskiego rynku finansowego, pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w USA w latach 2007-2008 pociągnęło za sobą nagły wzrost krótkoterminowych stóp procentowych, spadek cen akcji i zwrot inwestorów finansowych w kierunku aktywów mniej ryzykownych, tj. obligacji państwowych. Pod wpływem wzrostu rynkowych stóp procentowych uległy zmianie warunki inwestowania dla sektora finansowego i niefinansowego, wzrosła niepewność i zagrożenie recesją z powodu spadku całkowitego popytu, a ponadto, nastąpiło silne obniżenie wiarygodności niektórych krajów strefy euro. Pomimo olbrzymiej niepewności, odnośnie do skutków bezprecedensowego programu koniunkturalnego uruchomionego przez rząd amerykański i FED w celu łagodzenia załamania gospodarczego, obligacje amerykańskie znajdowały nabywców, spadło natomiast zainteresowanie obligacjami niektórych państw europejskich, pomimo, że przed kryzysem rentowność papierów emitowanych przez te państwa była doskonale skorelowana z rentownością obligacji niemieckich. Pod wpływem kryzysu amerykańskiego rozpoczął się więc rozpad europejskiego rynku obligacji rządowych i korporacyjnych, czego rezultatem był europejski kryzys zadłużeniowy³², trwający jeszcze w 2012 r. Wprowadzenie euro bez możliwości oddziaływania finansowego na pozycję walutową całej unii było więc od początku obciążone dużym ryzykiem w kontaktach z resztą świata.

Do czasu wprowadzenia euro rządy państw zadłużały się głównie w walucie krajowej, (choć w okresie tworzenia strefy euro niektóre kraje emitowały obligacje i

³² "The main conclusion is that the absence of adequate crisis management and resolution arrangements has resulted in a loss of financial integration...". ECB (2011a).

pożyczki w ECU, które były notowane na giełdach), od roku 1999 (w przypadku Grecji od 2001 r.) dług publiczny krajów strefy euro był już jednak emitowany w walucie ponadnarodowej, na którą poszczególne kraje nie mają bezpośredniego wpływu. Przed kryzysem finansowym 75% długu portugalskiego, połowa długu Hiszpanii i Grecji oraz 40% długu Włoch znajdowała się rękach inwestorów zagranicznych, pochodzących głównie ze strefy euro (James 2011). Ze względu na integrację UE nie spodziewano się problemów związanych ze sprzedażą obligacji. W rzeczywistości jednak rynkowa wycena ryzyka krajowego i wycena wartości ekonomicznej instytucji finansowych silnie zaburzyły oczekiwania inwestorów. Podniesienie stóp procentowych w 2008 r. w strefie euro spowodowało wzrost niepewności, spadek całkowitego popytu i spadek długookresowych pożyczek dla sektora niefinansowego. Silnie wzrosło natomiast zadłużenie sektora finansów publicznych, pogarszając tym samym wiarygodność kredytową wielu banków i krajów strefy euro. Na międzynarodowym rynku finansowym rozpoczęła się paniczna wyprzedaż ryzykownych aktywów europejskich, co doprowadziło do całkowitej destabilizacji sytuacji finansowej Grecji oraz wprowadziło stan podwyższonego ryzyka w wielu innych krajach. Pomimo pewnego uspokojenia sytuacji w 2012 r. skutki tych zaburzeń nie są w pełni znane.

Rozwój kryzysu zadłużeniowego w Europie w latach 2010-2012 początkowo nosił znamiona powrotu do finansowej autarkii, o czym świadczy spadek transgranicznych przepływów bankowych pomiędzy północnymi a południowymi krajami Unii Europejskiej. Odpowiedzią banków na zaburzenie płynności, które wystąpiło w 2009 r. była bowiem repatriacja kapitału, w efekcie której w grudniu 2010 r. banki ze strefy euro udzielały ponad 50% wszystkich kredytów międzybankowych tylko instytucjom z własnego kraju. do ok. 20% obniżył się udział kredytów dla instytucji ze strefy euro, spadł kredyt dla banków z UE spoza strefy euro, wzrósł natomiast (do poziomu ok. 10%) kredyt dla banków z pozostałej części świata. Wobec wycofania się kapitału amerykańskiego z Europy w obawie przed ponoszeniem strat, w 2011 r. pogorszyły się warunki refinansowania banków europejskich w walutach obcych. Aby zapewnić dostęp do amerykańskiego runku pieniężnego zawarto umowy swapowe pomiędzy FED, ECB, SNB, BoE, BoJ i BoC.

W porównaniu z okresem przed kryzysem, poziom zagranicznego refinansowania banków zachodnich jednak silnie spadł. Wyrażony w procentach sumy bilansowej w grudniu 2010 r. wyniósł on ok. 4% w bankach amerykańskich, 9% w UE-15 i 12% w bankach szwajcarskich (Schildbach 2011).

Wraz z rozszerzaniem się kryzysu zadłużeniowego w Europie nastąpiła poprawa wyceny ryzyka krajowego oraz ucieczka do aktywów bezpiecznych i płynnych. Funkcja dyscyplinująca rynków finansowych została ponownie włączona, jednak już przy znacznie wyższej skali długu publicznego i zadłużenia prywatnego. Banki centralne i prywatne instytucje finansowe dokonywały realokacji portfela przez zwiększenie udziału papierów emitentów ze strefy euro o zdrowych pozycjach fiskalnych oraz emitentów z UE o ratingu AAA. Rozwój prywatnych rynków papierów dłużnych wiązał się bezpośrednio ze spadkiem dochodowości papierów skarbowych (m.in. w wyniku realizacji kryteriów z Maastricht) oraz ze wzrostem zainteresowania agencji ratingowych tym segmentem rynku.

Paneta i in. (2011), analizując na wybranej grupie krajów kryzys finansowy w okresie od sierpnia 2007 r. do maja 2011 r., pokazali m. in., że przeciętnie 64% banków krajowych doznaje obniżki ratingu w ciągu sześciu miesięcy po obniżeniu ratingu kraju. Wiarygodność emitenta długu publicznego przenosi się więc na wiarygodność emitenta obligacji bankowych. Ryzyko finansowe danego systemu gospodarczego można zatem scharakteryzować badając zdolność kraju do obsługi zadłużenia publicznego i stabilność kursu wymiany. Oba te parametry są monitorowane przez agencje ratingowe.

Jak podkreśla Hannoun (2011), traktowanie obligacji rządowych, jako obciążonych zerowym ryzykiem oraz dominujący w Europie bankowy model finansowania sprawiły, że banki komercyjne krajów strefy euro zakumulowały znaczną część obligacji swoich krajów, co wyeksponowało je na ryzyko upadłości tych gospodarek (przykładowo, w przypadku Włoch i Hiszpanii ok. 25% całkowitego zadłużenia kraju jest skumulowane w bankach krajowych, w Wielkiej Brytanii ok. 11%, natomiast w USA jedynie 2,3%). W obliczu braku scentralizowanego nadzoru finansowego w UE, odpowiedzialność za upadłość poszczególnych banków spoczęła na rządach, co przy znacznych rozmiarach

krajowych instytucji finansowych i zagrożeniu ich stabilności oddziaływało na postrzeganie ryzyka kraju. Rosnące ryzyko kraju, odzwierciedlone w postaci obniżek ratingu, wpływało bezpośrednio na ryzyko sektora bankowego, wywołując negatywne sprzężenie zwrotne pomiędzy ryzykiem gospodarki i sektora bankowego.

Meller (2011) zbadała wpływ ryzyka finansowego na zmienność tempa wzrostu oraz stopień otwartości gospodarki. Na podstawie danych z 62 krajów za okres 1980-2007 pokazała (za pomocą modelu progowego), że w krajach o niskim ryzyku finansowym napływ kapitału jest antycykliczny i tłumi wahania, podczas gdy kraje o podwyższonym ryzyku finansowym absorbują kapitał międzynarodowy procyklicznie, co nasila dynamikę wzrostu. Nagły odpływ kapitału może więc powodować odmienne skutki ekonomiczne w krajach o niskim ryzyku w porównaniu z krajami podwyższonego ryzyka, którymi są kraje rozwijające się. Pod wpływem kryzysu finansowego nastąpiło jednak w pierwszym rządzie załamanie przepływów finansowych pomiędzy krajami uprzemysłowionymi, co Milesi-Ferretti i Tille (2011) określają, jako „*great retrenchment*” - wielkie ograniczenie”. Badając kwartalne przepływy różnych aktywów kapitałowych do 75 krajów, wyróżnili oni trzy etapy kryzysu: etap pierwszy od sierpnia 2007 do upadku banku Lehman Brothers i ratowania AIG amerykańskiej spółki ubezpieczeniowej, jednej z największych na świecie, która utraciła płynność w 2008 r. Był to okres spowolnienia przepływów, zwłaszcza bankowych, pomiędzy najbardziej rozwiniętymi gospodarkami świata. Przepływy kapitałowe pomiędzy krajami rozwiniętymi a krajami rozwijającymi się pozostawały w tym okresie nienaruszone. Drugi etap obejmuje panikę po upadku banku Lehman Brothers, trwającą od 4 kw. 2008 r. do 1 kw. 2009 r. W tym czasie nastąpiło odwrócenie kierunku przepływu, repatriacja kapitału wskutek likwidacji inwestycji za granicą, co dotknęło również rynki wschodzące. Trzeci etap kryzysu trwa od 2 kw. 2009 r., kiedy rozpoczął się ponowny napływ kapitału do gospodarek wschodzących Azji i Ameryki Południowej, natomiast przepływy pomiędzy krajami rozwiniętymi pozostały poniżej poziomu sprzed pierwszej fazy kryzysu. Autorzy za główny powód wystąpienia załamania w międzynarodowych przepływach kapitałowych uważają wzrost awersji do ryzyka z powodu obaw, o jakość aktywów i niewypłacalność

znanych instytucji finansowych. Pokazali, że wpływ tego zaburzenia na poszczególne kraje zależy od jego warunków makroekonomicznych, stopnia i charakteru powiązania z międzynarodowym systemem finansowym i udziału w handlu światowym.

Minoiu i Reyes (2011) modelowali przepływy finansowe za pomocą sieci dynamicznej z metryką centrum, metryką spójności i metryką grupowania, na przykładzie transgranicznych kredytów bankowych w 184 krajach w latach 1978-2009. Pokazali oni, że narastanie, rozprzestrzenienie się i kurczenie fal napływu kapitałów w różnych regionach świata i w różnych okresach jest związane ze zmianami gęstości sieci. Pomimo, że w okolicach roku 2005 sieć bankowości globalnej była znacznie stabilniejsza niż w okresach wcześniejszych, kryzys roku 2008 cechowały zaburzenia systemowe szczególnie silne i w odróżnieniu od wcześniejszych, skoncentrowane w grupie krajów rozwiniętych. Autorzy nie analizują przyczyn występowania tych zaburzeń, udowodnili jednak, że globalna sieć bankowa stała się niestabilna, czego przejawem są perturbacje w metryce centrum i w metryce spójności. Cihak i in. (2011), korzystając z danych dla całego świata, symulowali odporność na kryzys poszczególnych systemów bankowych, w zależności od stopnia powiązania systemu krajowego z systemem globalnym. Jak się okazało, dla kraju o słabych powiązaniach transgranicznych wzrost integracji finansowej do pewnego stopnia jest korzystny i zabezpiecza przed kryzysem, jednak po przekroczeniu pewnego progu dalsze zacieśnienie integracji powoduje wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu bankowego. Następuje bowiem spadek transgranicznych wierzytelności i zobowiązań aż do momentu osiągnięcia przez system jego maksymalnej odporności.

W miarę podejmowania działań na płaszczyźnie międzynarodowej, a zwłaszcza decyzji o ratowaniu euro, rosła nadzieja na wypracowanie rozwiązań, które będą w stanie ustabilizować system za pomocą nowych instrumentów. Zachodzi jednak obawa, że wprowadzenie tych instrumentów (takich jak np. europejskie obligacje, czy unia bankowa) przy zachowaniu dotychczasowej traktatowej klauzuli *no-bail-out* spowoduje wzrost ryzyka systemowego i zwiększy niestabilność systemu finansowego strefy euro. Mimo, że poziom integracji finansowej w strefie euro

można nadal uważać za wysoki w porównaniu z sytuacją w Azji, jest on niższy niż wcześniej, niskie są ponadto ceny wiarygodności kredytowej wielu banków i państw, następuje także wzrost bezrobocia. Wymaga to podjęcia bardzo jednoznacznych i konkretnych decyzji, które zapobiegłyby ew. pogarszaniu się pozycji gospodarczej strefy euro w stosunku do USA i krajów rozwijających się.

Ostry i in. (2010) uważają, że silny napływ kapitału staje się niebezpieczny wtedy, kiedy występuje koincydencja jednego lub kilku z następujących zjawisk: nadmiernej aprecjacji waluty, nadmiernej akumulacji rezerw walutowych, presji inflacyjnej, oznak boomu kredytowego związanego z rynkiem nieruchomości. Wszystkie działania ograniczające nadmierny napływ kapitału są jednak uwarunkowane politycznie i prawnie. Forster i inni (2011) podkreślają, że zazwyczaj bardzo trudno jest osiągnąć efektywność tych działań, wobec czego zalecają poprawę sposobu monitorowania napływu kapitału zagranicznego oraz alternatywną w stosunku do polityki fiskalnej, politykę makrostabilnościową. Znajomość przepływów kapitałowych umożliwia sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym i pomaga w eliminowaniu zagrożeń. Polityka stabilizacyjna nie oddziałuje jednak na „*shadow banking*”³³, który można kontrolować tylko pasywnie i nie zabezpiecza przed samospełniającymi się kryzysami, do których dochodzi z powodu zmian cen i ilości długu wytwarzających efekt śnieżnej kuli. Polityka makrostabilnościowa nie wpływa też dostatecznie silnie na politykę kredytową, jeśli kredyt jest w dużym stopniu stymulowany za pomocą instrumentów finansowych (den Haan, Ster 2011). Z drugiej strony, instrumenty te mogą być wykorzystane również w celu podniesienia dobrobytu, co podkreśla w swojej nowej książce Shiller (2012), wskazując także na rolę banku centralnego i innowacje finansowe tworzone z myślą o osobach prywatnych i instytucjach publicznych, takie jak obligacje

³³ Pojęcie „*shadow banking*” oznacza instytucje finansowe działające w „cieniu” bankowości regulowanej. Sektor ten funkcjonuje legalnie i jest silnie powiązany z bankami tradycyjnymi, funduszami emerytalnymi, funduszami ubezpieczeniowymi i innymi prywatnymi funduszami kapitałowymi, z którymi dokonuje transakcji depozytowo-kredytowych. Są to instytucje wysokiego ryzyka wykorzystujące na swoją korzyść arbitraż regulacyjny i grę na spadki kursów oraz finansowanie za pomocą dźwigni. Działalność ta nie wymaga licencji, nie podlega nadzorowi i zajmuje ok. 30% globalnego rynku finansowego. Należą do nich głównie fundusze rynku pieniężnego, fundusze hedgingowe, *private equity*, które specjalizując się w instrumentach finansowych i produktach strukturyzowanych.

indeksowane, *social impact bonds* brytyjskiego Ministerstwa Sprawiedliwości czy, uchwalone w amerykańskiej ustawie Jobs Act, *crowd-funding investment*, w których kapitał dla nowo startujących firm jest pozyskiwany w formie wielu małych inwestycji osób prywatnych, które jednak nie mogą przekraczać 5% ich dochodów (Storbeck 2012, Jeffery 2012). Istnieją też dowody, że niektóre działania funduszy hedgingowych ułatwiają wprowadzanie ulepszeń w przedsiębiorstwach w zakresie kapitału i produkcji, co pokazali Brav i in. (2011).

Ryzyka, które się realizują rzadko, efekt „grubych ogonów”, mogą wyrządzać poważne szkody finansowe, często jednak są z powodów politycznych nieujawniane na czas i zamiast do upadłości instytucji dochodzi do ich ratowania na koszt podatnika, lub przejęcia w ramach fuzji. Wpływa to na zaburzenie warunków konkurencyjności, co pokazał Sun (2011). Z opracowania wynika, że zarówno pod wpływem konwergencji i wprowadzenia euro jak i wskutek kryzysu finansowego poziom konkurencyjności banków w strefie euro lekko spadł. W latach 2008-2009 najsilniejszy był jednak spadek konkurencyjności banków amerykańskich i hiszpańskich, a więc banków najsilniej zaangażowanych w obsługę rynku nieruchomości. Porównanie ze względu na wielkość banków pokazało, że duże banki są na ogół mniej konkurencyjne od mniejszych, a wielkość banku nie była dotychczas traktowana, jako element ryzyka. Ten element uwzględnili w swojej pracy Barrell i in. (2011).

6.2. Zmiany w międzynarodowym systemie finansowym

Ponieważ stosunkowo mało wiadomo na temat właściwości globalnych międzynarodowego systemu finansowego, a zwłaszcza na temat źródeł ryzyka systemowego, które zależy m. in. od reakcji „*shadow banking*” na zmiany w systemie podatkowym i nadzorczym, topologia systemu finansowego, jako całości pozostaje niejasna. Wydaje się, że pomimo zmiany metod zarządzania ryzykiem i zwiększenia stopnia adekwatności kapitałowej banków, dopóki część systemu finansowego pozostawać będzie poza kontrolą, ale możliwe będą transakcje kredytowe sektora regulowanego z sektorem nieregulowanym, dopóty ryzyko systemowe pozostanie nieograniczone. Z tego też względu należy liczyć się z

możliwością wystąpienia spowolnienia gospodarczego, tym większego, im silniejsze ograniczenia zostaną nałożone na tradycyjny sektor bankowy, lub/i tym bardziej, im sektor alternatywny będzie ograniczał swoje inwestycje. W obu sytuacjach doprowadzi to do spadku ilości pieniądza.

Teoretyczna interpretacja światowego kryzysu finansowego będzie możliwa dopiero w świetle przyszłych badań i w zależności od przyjętego paradygmatu. Aktualne badania empiryczne wskazują jednak, że kryzys ten, pomimo iż swoim zasięgiem obejmował wszystkie formy aktywów, propagował się głównie za pośrednictwem transgranicznych kredytów bankowych, co wpłynęło na załamanie obrotów światowego handlu (Sula, Willet 2009, OECD 2012). Zahamowanie transgranicznych przepływów kapitałowych silnie dotknęło kraje rozwinięte, a zwłaszcza peryferyjne kraje strefy euro, które uzależniły swój rozwój od napływu kapitału zagranicznego. Strefa euro stworzyła przestrzeń, w której, przy zbliżonym poziomie cen i jednakowych stopach procentowych, było możliwe powstawanie znacznych dysproporcji we wzroście wydajności pracy (Von der Vring 2010), co w niektórych krajach doprowadziło do silnego uzależnienia konsumpcji od kredytu i powstania banki spekulacyjnej na rynku nieruchomości. Sprzyjały temu niskie stopy procentowe oraz napływ środków z funduszy unijnych.

Z powodu kryzysu finansowego nastąpiło silnie zróżnicowanie krajów strefy euro pod względem dostępu do finansowania długoterminowego i spadek substytucyjności niektórych aktywów. Oznacza to osłabienie integracji europejskiej oraz wzrost prawdopodobieństwa odcięcia sieci spółek-córek i oddziałów banków od instytucji macierzystych. Przykładem jest sprzedaż w styczniu 2012 r. austriackiej grupy Osteuropa VBI (9 banków i 291 filii utworzonych w ośmiu krajach Europy Środkowo-Wschodniej) rosyjskiemu Sberbank³⁴. Po ewentualnym ogłoszeniu niewypłacalności przez Grecję, podobny los prawdopodobnie spotkałby filie banków greckich, zwłaszcza w Serbii, Bułgarii i Rumunii, których przejęciem wydaje się zainteresowany turecki system bankowy. Zahamowanie postępów Inicjatywy Wiedeńskiej, powołanej w pierwszej fazie kryzysu przez banki zagraniczne aktywne w Europie Środkowo-Wschodniej do wspierania swoich

³⁴ Wirtschaftsblatt.at, 26.01.2012 | 17.37 | (wirtschaftsblatt.at).

oddziałów w tym regionie, jest bezpośrednio związane ze zmianami opodatkowania banków, obowiązkiem podniesienia kapitału i wzmożoną czujnością agencji ratingowych. Agencja Standard and Poors, która w styczniu 2012 r. obniżyła wiarygodność Austrii o jeden stopień, z perspektywą negatywną, uzasadniła to złą sytuacją na Węgrzech i we Włoszech, z którymi Austria jest silnie powiązana kapitałowo, oraz kryzysem zadłużeniowym w strefie euro³⁵. Obowiązek podniesienia kapitału przez bank Santander spowodował obniżenie wiarygodności kredytowej polskiego banku BZ WBK, pomimo, iż WBK jest bankiem dobrze skapitalizowanym i nie wymaga zasilania przez spółkę matkę³⁶. Wzrost kosztów obsługi zadłużenia krajów strefy euro, w połączeniu z brakiem kapitału w bankach zachodnich i pogorszenie wiarygodności kredytowej dużych banków włoskich ograniczy zaangażowanie transgraniczne wielu instytucji, co w odniesieniu do grupy krajów GIIPS i krajów Europy Środkowo-Wschodniej potwierdzają dane statystyczne prezentowane w kwartalnym raporcie BIS z marca 2012 r. Silny wpływ na obniżenie aktywności transgranicznej wywierało również rosnące w pewnym okresie prawdopodobieństwo rozpadu strefy euro oraz perspektywa zmian traktatowych, przede wszystkim jednak przyczyniało się do tego obniżenie popytu przedsiębiorstw na kredyt bankowy i oczekiwania słabej koniunktury w Europie i na świecie.

Jak pokazał ostatni kryzys, powiązane ze sobą systemem wzajemnych kredytów duże instytucje finansowe stanowią szczególnie groźny potencjał dla stabilności finansowej zarówno dla poszczególnych państw jak i dla całego systemu globalnego. W przypadku wystąpienia niewypłacalności, potencjał ten może zostać zneutralizowany przez nacjonalizację (Islandia) lub przez instytucje zdolne do wykonywania fuzji i przejęć, co powoduje wzrost koncentracji. Duże banki G-SIFIS (*Global Systemically Important Financial Institutions*), podejmując optymalne dla siebie decyzje inwestycyjne i będąc monopolistami, deformują warunki konkurencyjności w skali globalnej. Instytucje są niestabilne a jednocześnie są „za duże by upaść” (Financial Stability Board 2011a oraz BIS 2011). Pod koniec 2011 r. ich liczba wynosiła 29 a niekontrolowany upadek jednego, poprzez efekt domina,

³⁵ Wirtschaftsblatt.at, 13.01.2012 | 23.00 | APA/Reuters/dpa/AFP.

³⁶ Fitch degradował polski bank, 16-17.06.2012, Gazeta Wyborcza str. 9.

może spowodować załamanie światowego systemu finansowego. G-SIFIS są powiązane z funduszami hedgingowymi, funduszami private equity czy funduszami rynku pieniężnego - instytucjami określanymi mianem „*shadow banking*”, które cechuje wysoka rentowność, duża dźwignia i duże ryzyko. Strategie i transakcje wykonywane przez te instytucje nie są jawne. Oferowały one jednak blisko 50% światowych aktywów bankowych (Financial Stability Board 2011b) i mogły uzależniać kredytowanie gospodarki od warunków politycznych, w związku z czym bywają niekiedy określane mianem nowej opozycji pozaparlamentarnej. Reasumując, ze względu na brak przejrzystości powiązań finansowych oraz kontekst polityczny, ocena ryzyka systemowego związanego z działaniem systemu finansowego jako całości wbrew przyjętemu modelowi teoretycznemu, który uwzględniał tylko przypadkowe odchylenia, jest niepewna. Podejmowane są jednak próby w zakresie ryzyka mierzalnego, jak w opracowaniu Barrell i in. (2011), w którym autorzy wykazali istnienie silnego związku pomiędzy wielkością banku a ryzykiem.

6.3. Potencjalne zagrożenie dla Polski wynikające ze zmienności przepływów transgranicznych

W związku z eskalacją kryzysu zadłużenia w Europie należy przede wszystkim podkreślić te aspekty integracji finansowej, które mogą wpłynąć na pogorszenie sytuacji gospodarczej w Polsce. Z uwagi na dominację sektora bankowego w polskim systemie finansowym, szczególne obawy budzić może zmiana dotychczasowych warunków funkcjonowania banków z przewagą kapitału zagranicznego i jej wpływ na finansowanie gospodarki realnej w Polsce.

Mimo relatywnie dobrych uwarunkowań makroekonomicznych, w tym znacznej odporności polskiej gospodarki na kryzys oraz stabilnej pozycji krajowego sektora bankowego, zależność od zewnętrznych źródeł finansowania (w tym kapitału bankowego) może być źródłem ryzyka. Pod wpływem zmian regulacji płynności wprowadzanych w związku z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro i globalną awersją do ryzyka może wystąpić odpływ kapitału. Zarówno przebieg poprzednich kryzysów, jak i kryzys obecny wskazują, że kapitał bankowy może być

tak samo niestabilny jak kapitał portfelowy i ulega procesowi zarażania (OECD 2012). Zależność krajowych banków od kapitału płynącego ze spółek matek, poddanych obecnie intensywnemu procesowi delewarowania, zwiększa ryzyko spadku napływu bądź nawet odpływu kapitału. De Haas i Van Lelyveld (2011) wskazują, że w okresie ostatniego kryzysu skala ograniczenia podaży kredytu przez banki międzynarodowe (szczególnie wrażliwe na załamanie na rynku międzybankowym) była dwukrotnie wyższa niż banków lokalnych działających na tych samych rynkach. Pomimo, że udział inwestorów zagranicznych w polskich aktywach bankowych obniżył się w latach 2008-2010, jest on nadal ponad dwukrotnie wyższy niż przeciętny udział banków zagranicznych w aktywach grupy EU-25, który w 2009 r. wyniósł 27%. Wśród potencjalnych źródeł ryzyka dla polskiego sektora bankowego wymienić można transfer aktywów (m.in. sprzedaż, bankructwo, konwersja banków zależnych w oddziały, pożyczki na rynku międzybankowym, gwarancje kredytowe) oraz transfer dochodów (m.in. dywidendy, opłaty za IT, zarządzanie) do banków matek (por. Allen i in. 2011b). Podobne zagrożenie dotyczy również sektorów bankowych innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, z uwagi na wysoki udział kapitału zagranicznego. Rozwiązaniem tego problemu są odpowiednie regulacje i rekomendacje (np. dodatkowe regulacje dotyczące zatrzymania zysku przez banki oraz monitorowanie transakcji wewnątrzgrupowych). Allen i in. (2011a) wskazują na pozytywną rolę, jaką w ograniczaniu rozszerzania się kryzysu na kraje Europy Środkowo-Wschodniej, do mogła odegrać Inicjatywa Wiedeńska powołana w 2009 r. z udziałem EBOR.

Na skutek swobody przepływu kapitału w UE skuteczność krajowych instrumentów zmniejszających skalę odpływu kapitału jest ograniczona. Dotychczasowe działania KNF w zakresie monitorowania przepływów transgranicznych czy też sugerowania rozwiązań w zakresie polityki dywidendowej banków są ważnym elementem kształtowania transgranicznych przepływów kapitału bankowego w Polsce. Ponadto, istotne może być stymulowanie większej współpracy międzynarodowej i koordynacji działań nadzorczych w gronie krajów UE. Mimo że kraje UE nie mają możliwości sięgania po instrumenty ograniczeń dewizowych,

dzięki integracji gospodarczej i instytucjonalnej mogą podejmować działania w ramach umów i porozumień multilateralnych jak Inicjatywa Wiedeńska i Inicjatywa Wiedeńska 2.0. Może to sprzyjać bardziej skoordynowanym działaniom w zakresie implementacji instrumentów zarządzania przepływami oraz zmniejszać ryzyko nadmiernej zmienności przepływów.

W warunkach globalizacji rynków finansowych możliwy jest również nadmierny napływ kapitału, który może skutkować zbyt łatwym dostępem do finansowania. Może to z kolei prowadzić do nadmiernej presji popytowej w gospodarce oraz powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów (w szczególności na rynku nieruchomości). W konsekwencji możliwe jest zaburzenie procesu alokacji zasobów w gospodarce (np. w postaci nadmiernej i nieefektywnej aktywności inwestycyjnej) oraz wzrost szeroko rozumianego ryzyka systemowego (np. w związku z narastaniem nierównowag na rynku mieszkaniowym). Z uwagi na trudności sektora finansowego oraz podwyższony poziom ryzyka w światowym systemie gospodarczym scenariusz taki jest mniej prawdopodobny. W przypadku jego wystąpienia instrumentami przeciwdziałania takim niekorzystnym procesom mogłyby być regulacje o charakterze makroostrożnościowym ograniczające popyt na kredyt. Z kolei regulacje odnoszące się do wymogów płynnościowych i kapitałowych w stosunku do banków powinny mieć wpływ na podaż pieniądza w gospodarce. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym skalę napływu kapitału może być też płynny kurs walutowy.

Niemniej w świetle zaproponowanych rozwiązań w CRD IV istnieje ryzyko, że władze krajowe mogą napotkać na przeszkody w reagowaniu na groźbę nadmiernego wzrostu akcji kredytowej spowodowanego podwyższonym finansowaniem sektora bankowego. Po pierwsze, projekty dyrektywy CRD IV odchodzą od zawartej w Bazylei III zasady minimalnej harmonizacji, wprowadzając w zamian zasadę maksymalnej harmonizacji, co stanowi ograniczenie swobody działań władz krajowych w stosunku do decyzji podejmowanych na poziomie unijnym. Po drugie, część z proponowanych w UE nowych postanowień dotyczących nadzoru bankowego nad grupami kapitałowymi przenosi znaczny zakres uprawnień decyzyjnych na poziom nadzorców podmiotów dominujących,

kosztem nadzorców w krajach goszczących – czyli kosztem krajów takich jak Polska. Po trzecie, możliwość prowadzenia działalności bankowej w UE na podstawie jednolitego paszportu (tzn. licencji wydanej przez dowolny kraj UE) stwarza możliwość realizacji części transakcji przez międzynarodowe grupy kapitałowe w postaci działalności transgranicznej bez konieczności uzyskania zgody nadzoru kraju goszczącego.

7. Podsumowanie

Rezultatem wprowadzenia wspólnej waluty euro było obniżenie kosztów wymiany walut, które, w połączeniu z liberalizacją przepływów kapitałowych i dynamiką rozwoju „przemysłu finansowego”, przyczyniło się do wzrostu liczby kontraktów ponadnarodowych, a tym samym do wzrostu integracji finansowej. Wyniki badań wskazują, że proces integracji monetarnej pozytywnie wpłynął na rozwój i pogłębienie wspólnego rynku finansowego i doprowadził do konwergencji cen aktywów finansowych w strefie euro.

Z obserwowanej obecnie dużej aktywności legislacyjnej w ciągu najbliższych lat wyłoni się nowy model otoczenia instytucjonalnego rynków finansowych. Otwartą kwestią pozostaje jego spójność i skuteczność, niemniej integracja finansowa w Unii Europejskiej przebiegać będzie w warunkach tworzonych przez silniejsze instytucje nadzoru na poziomie europejskim, skuteczniej nadzorujące przestrzeganie przez banki jednolitych międzynarodowych standardów. Instytucje te w większym stopniu niż dotychczas powinny mieć na uwadze zarówno stabilność finansową jak i równowagę systemu gospodarczego. Odzwierciedleniem kryzysu finansowego w sferze realnej było więc z jednej strony urealnienie pozycji finansowej i gospodarczej poszczególnych krajów-członków UE a z drugiej, powołanie nowych instytucji i instrumentów solidarności gospodarczej w strefie euro. Rozpoczął się proces stopniowej koordynacji polityk fiskalnych (mogący zakończyć się unią fiskalną) i działań zmierzających do poprawy konkurencyjności unijnej gospodarki (pakt euro plus).

Literatura

- Abad P., Chwila H., Gomez-Puig M. (2009), *EMU and European Government Bond Market Integration*, Working Paper, No. 1079, ECB
- Adam K., Jappelli T., Menichini A., Padula 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
- Allen F., Beck T., Carletti E., Lane P. R., Schoenmaker D., Wagner W. (2011a) *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*, CEPR, London
- Allen F, Xian G., Kowalewski O. (2011b), *Corporate Governance and Intra-group Transactions in European Bank Holding Companies During the Crisis*, Working Paper, No. 11-35, Wharton Financial Institutions Center
- Aviat A., Coeurdacier N. (2007), The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings, *Journal of International Economics*, Vol. 71, s. 22-51
- Azis I. J. (2012), *Comments on Capital Flows and Excess Saving Session*, ADBI, <http://www.oecd.org/dataoecd/7/61/49700525.pdf>
- Baele L., Ferrando A., Hordhal P., Krylova E., Monnet C. (2004), *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, Occasional Paper, No 14, ECB
- Baele L., Pungulescu C., Ter Horst J. (2007), Model uncertainty, financial market integration and the home bias puzzle, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, s. 606-630
- Balli F., Basher S.A, Ozer-Balli H. (2010), From home bias to Euro bias: Disentangling the effects of monetary union on the European financial markets, *Journal of Economics and Business*, Vol. 62, s. 347-366
- Barr, D., Breedon, F., Miles, D., (2003), Life on the Outside: Economic Conditions and Prospects Outside Euroland, *Economic Policy*, Vol. 18, No. 37
- Barrell R., Davis EP, Fic T., Karim D., (2011), *The Future of Financial Regulations – is there a link from bank size to risk?*, Discussion Paper, No. 367, National Institute of Economic and Social Research

- Beck T., Demirguc-Kunt A. (2009), *Financial Institutions and Markets across Countries and over Time. Data and Analysis*, Policy Research Working Paper, No. 4943, The World Bank
- BIS (2011), *Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement. Rules text*, <http://www.bis.org/publ/bcbs207.htm>
- Blank S., Buch C. (2007), The Euro and Cross-Border Banking: Evidence from Bilateral Data, *Comparative Economic Studies*, Vol. 49, s. 389-410
- Brav A., Jiang, Kim H., (2011), *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Risk, and Product Market Competition*, Working Paper, No. 17517, NBER
- Brzoza-Brzezina M., Chmielewski T., Niedźwiedzińska J. (2010), *Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe: do central banks matter?*, Working Paper, No. 1187, ECB
- Buch C. M., Driscoll J. C., Ostergaard C. (2005), *Cross-border diversification in bank asset portfolios*, Working Paper, No. 429, EBC
- Cabral I., F. Dierick, and J. Vesala (2002), *Banking Integration in the Euro Area*, Occasional Paper, No. 6, ECB
- Calvi R. (2010), *Assessing financial integration: a comparison between Europe and East Asia*, Economic Papers, No. 423, European Commission.
- Cazzavillan G., Olszewski K. (2009), *Interaction between foreign financial services and foreign direct investment in Transition Economies: An empirical analysis with focus on the manufacturing sector*, Working Paper, No. 22/2009, University of Venice, Department of Economics
- Chan K., Corvig V., Ng L. (2005), What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide, *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3, s. 1495-1534
- Cihak M., Munoz S., Scruzzarella R. (2011), *The Bright and the Dark Side of Cross-Border Banking Linkages*, Working Paper, No. 11/186, IMF
- Coerdacier N., P.Martin (2006), *The Geography of Asset Holding: Evidence from Sweden*, Working Paper, ESSEC

- Coeurdacier N., Martin P. (2007), *The euro stimulates euro-zone financial asset trade*, Vox Research, <http://voxeu.org/index.php?q=node/648>
- Coeurdacier N., Rey H. (2011), *Home bias in open economy financial macroeconomics*, Working Paper, No. 17691, NBER
- De Haas R., Van Lelyveld I. (2011), *Multinational Banks and the Global Financial Crisis. Weathering the Perfect Storm?*, Working Paper, No. 322, DNB
- De Santis R., Gerard B. (2009), *International portfolio reallocation: Diversification benefits and European monetary union*, *European Economic Review*, Vol. 53, No. 2, s. 1010-1027
- De Santis R., Gerard B. (2006), *Financial Integration, International Portfolio Choice and the European Monetary Union*, Working Paper, No. 626, ECB
- den Haan W., Ster V. (2011), *The Myth of Financial Innovation and the Great Moderation*, *The Economic Journal*, Vol. 121, No. 553, s. 707-739
- ECB (2010), *Financial Integration in Europe*
- ECB (2011a), *Financial Integration in Europe*
- ECB (2011b), *International role of the euro*
- ECB (2011c), *Structural Indicators for the EU Banking Sector*
- ECB (2012), *Financial Integration in Europe*
- European Commission (2008), *EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, *European Economy*, No. 2
- Ferran E. (2012), *Crisis-Driven EU Financial Regulatory Reform*, Working Paper, No. 6/2012, Legal Studies Research Paper Series, University of Cambridge
- Fidora M., Fratzscher M., Thimann (2007), *Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange volatility*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, s. 631-655
- Financial Stability Board (2011a), *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104bb.pdf
- Financial Stability Board (2011b), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf

- Flam H., Nordström H. (2008), *The Euro Impact on FDI Revisited and Revised*, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Swedish National Board of Trade
- Foad (2008), *Equity home bias and the euro*, mimeo, http://www-rohan.sdsu.edu/~hfoad/HB_Euro_v7.pdf
- Forster K., Vasardani M., Ca'Zorzi M. (2011), *Euro Area financial flows and the global financial crisis*, Occasional Paper, No. 126, ECB
- Fratscher M. (2001), *Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets*, Working Paper, No 48, ECB
- French K., Poterba J. (1991), Investor diversification and international equity markets, *The American Economic Review*, Vol. 81, No. 2, s. 222-226
- Galati G., Tsatsaronis K. (2001), *The impact of the euro on Europe's financial markets*, Working Paper, No. 100, BIS
- Hannoun H. (2011), *Sovereign risk in bank regulation and supervision: Where do we stand?*, Financial Stability Institute High-Level Meeting, Abu Dhabi, UEA, 26.10.2011
- Haselmann R., Herwatz H. (2010), The introduction of the Euro and its effects on portfolio decisions, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, No. 1, s. 94–110
- Hermann S., Mihaljek D. (2010), *The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: new empirical evidence on the spread of financial crises*, BIS Paper, No. 315
- International Relations Committee Task Force (2006), *Main trends in central bank reserve management, The accumulation of foreign reserves*, Occasional Paper, No 43, ECB
- James H. (2011), Unsere Schulden, eurer Problem, *Handelsblatt*, 27.10. 2011 r.
- Jappelli T., Pagano M. (2008), *Financial market integration under EMU*, European Commission Economic Papers, No. 312
- Jeffery Ch. (2012), Robert Shiller on central banks and their role in a good society, *Central Banking Journal*, 16 May 2012

- Jochem A., Volz U. (2011), *Portfolio holdings in the euro area –home bias and the role of international, domestic and sector-specific factors*, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, No 07/2011, Deutsche Bundesbank
- Kalemli-Ozcan S., Papaioannou E., Peydro J-L. (2010), *What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?*, Working Paper, No 1216, ECB
- Kamerling, J., Makipaa A. (2008), *Cross-Border Financial Institutions in the EU: Analysis of Total Assets and Ultimate Ownership*, Briefing Note, August, Policy Department Economy and Science, European Parliament, Brussels
- Kapopoulos P., Siokis F. (2005), Market Structure, Efficiency and Rising Consolidation of the Banking Industry in the Euro Area, *Bulletin of Economic Research*, Vol. 57, No. 1, s. 67–91
- Karolyi G., Stulz R. (2002), *Are financial assets priced locally or globally*, Working Paper, No. 8994, NBER
- Koskenkyla H. (2004), *Financial Integration*, Bank of Finland Studies, A108
- Kruszka M. (2011), *Bankowość transgraniczna: studium prawno-ekonomiczne*, KNF, Warszawa
- Lane P. (2006), Global Bond Portfolios and EMU, *International Journal of Central Banking*, Vol.2, No. 2
- Lane P., Walti S. (2006), *The Euro and Financial Integration*, Discussion Paper, No. 139/2006, IIS
- Lee J.W. (2008), *Patterns and Determinants of Cross-border Financial Asset Holdings in East Asia*, Working Paper Series on Regional Economic Integration, No.13, Asian Development Bank
- Lewis K. (1999), Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption, *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 2, s. 571-608
- Meller B. (2011), *The two-sided effect of financial globalization on output volatility*, Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies, No. 07/2011, Deutsche Bundesbank

- Milesi-Ferretti G-M, Tille C. (2011), *The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis*, Working Paper, No 38/2011, Hong Kong Institute for Monetary Research
- Minoiu C., Reyes J.A. (2011), *A network analysis of global banking: 1978-2009*, Working Paper, No. 11/74, IMF
- Nawrot W. (2006), *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie*, CeDeWu, Warszawa
- NBP (2011), *Raport o rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010 r.*
- Nieborak T. (2008), *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa
- OECD (2012), *International Capital Mobility: Which Structural Policies Reduce Financial Fragility*, Economic Policy Paper, No. 02
- Ostry J.D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., Reinhart D.B.S. (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, No. 10/04, February
- Panetta F., Correa R., Davies M., Di Cesare A., Marques J-M., Nadal de Simone F., Signoretti F., Vespro Ch., Vildo S., Wieland M., Zaghini A. (2011), *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, CGFS Paper, No. 43, BIS
- Park Y.C., Wyplosz C. (2008), *Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience*. European Commission, Economic Papers Nr. 329
- Pasadilla G.O. (2008), *Financial services integration in East Asia: Lessons from the European Union*. Asia-Pacific Research and Training Network on Trade Working Paper Series, No. 53
- Pawłowska M., Kozak S. (2008), *Przystąpienie Polski do strefy euro a efektywność, poziom konkurencji oraz wyniki polskiego sektora finansowego*, Materiały i Studia NBP, nr 228, Warszawa
- Pawłowska M. (2011), *Competition in the Polish banking market prior to the recent crisis - empirical results obtained with the use of three different models for the period 1997-2007*, *Bank i Kredyt*, nr 5

- Petroulas P. (2007), The effect of the euro on foreign direct investment, *European Economic Review*, Vol.51, No. 6
- Portes R., H. Rey (2005), The determinants of cross-border equity flows, *Journal of International Economics*, Vol. 65 s. 269– 296
- Regling K., Derosé S., Felke R., Kutos P. (2010), *The Euro After Its First Decade: Weathering the Financial Storm and Enlarging the Euro Area*, Working Paper, No. 205, ADBI
- Santillan J., Bayle M., Thygesen C. (2000), *The impact of the euro on money and bond markets*, Occasional Paper, No. 1, ECB
- Schildbach J. (2011), *Home, sweet home? International banking after the crisis*, EU-Monitor, No. 80, 09.06.2011, Deutsche Bank Research
- Schoenmaker D. (2011), *The European Banking Landscape after the Crisis*, Policy Paper, No. 12, Duisenberg School of Finance
- Schoenmaker D., Wagner W. (2011), *The Impact of Cross-Border Banking on Financial Stability*, Discussion Paper, TI 11-054 / DSF 18, Duisenberg School of Finance, Tinbergen Institute
- Shiller R. (2012), *Finance and the Good Society*, Princeton University Press
- Shu-Ling Tan C., Dyck S., Hausakul S. (2011), *China's financial integration into the world economy*, Deutsche Bank Research, 23 November
- Solnik B. (1974), An equilibrium model of international capital market, *Journal of economic theory*, August, s. 500-524
- Sousa J., Lochard J. (2006), *Does the single currency affect FDI?*, Working Paper, University of Paris and University of Rennes, http://jdesousa.univ.free.fr/recherche/travaux/deSousa_Lochard_revised_SJEdéc09.pdf
- Spiegel M. (2004), *Monetary and Financial Integration: Evidence from Portuguese Borrowing Patterns*, Working Paper. No. 2004-07, FRBSF
- Spiegel M. (2009), Monetary and Financial Integration: Evidence from the EMU, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 23, No. 2, s. 114-130

- Steiner K. (2011), *Households Exposure to Foreign Currency Loans in CESEE EU Member States and Croatia*, Focus on European Economic Integration, No. Q1/11, OENB
- Storbeck O. (2012), Ohne Banken kein Wohlstand, *Handelsblatt* 09.01.2012
- Sula O., Willet T.D. (2009), The Reversibility of different types of capital flows to emerging markets, *Emerging Market Review*, Vol. 10, No. 4, s. 296–310
- Sun Y. (2011), *Recent Developments in European Bank Competition*, Working Paper, No. 11/146, IMF
- Taylor C. (2008), Foreign Direct Investment and the Euro: the First Five Years, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32
- Vanpee R., De Moor L. (2012), *Bond and equity home bias and foreign bias: An international study*, Working Paper, AFI_1269, Katholieke Universiteit Leuven
- Von der Vring T. (2010), *Wirtschaftspolitische Konsequenzen aus der Krise*, Sept. 2010, Ekspertyza dla Friedrich-Ebert-Stiftung