

Problemy i poglądy

Prof. dr hab. Leszek Balcerowicz

ROZWÓJ SYSTEMU FINANSOWEGO

Wstęp

Czy rozwój systemu finansowego ma znaczenie dla wzrostu gospodarczego?

Po pierwsze, należy stwierdzić, że rozwój systemu finansowego rzeczywiście ma wpływ na wzrost gospodarczy, jako że wysoki poziom aktywów finansowych w relacji do PKB określający rolę sektora finansowego w całej gospodarce stanowi taki bodziec wzrostu. Opinia taka ma swoje źródło w najnowszych badaniach empirycznych w ekonomii, nie jest zaś jedynie efektem rozważań teoretycznych, często pozbawionych sensu. Badania te dowodzą, że rozwój systemu finansowego w bardzo pozytywny sposób oddziałuje na rozwój gospodarczy, głównie poprzez wpływ na wzrost wydajności¹⁾.

Po drugie, nie znaleziono – jak dotąd – jednoznacznych dowodów empirycznych świadczących o tym, że różnice w strukturze systemu finansowego, przy założeniu takiego samego poziomu jego rozwoju, mają istotne znaczenie dla wzrostu gospodarczego. Nie oznacza to jednak, że różnice te są nieistotne, a jedynie, że w obecnej chwili nie mamy wystarczająco pewnych danych empirycznych, by taką hipotezę potwierdzić. Wielu badaczy wskazuje na to, że to raczej jakość i dostępność usług finansowych jest naprawdę ważna, natomiast struktura systemu finansowego ma znaczenie drugorzędne²⁾. Inni zwracają uwagę, że istnieje nieliniowa zależność między strukturą systemu finansowego a tempem wzrostu gospodarczego. Twierdzą oni, że system finansowy wyraźnie oparty na rynku kapitałowym może być korzystniejszy dla wzrostu gospodarczego³⁾. Innym poruszonym zagadnieniem jest to, że

¹⁾ Bank Światowy, 2001.

²⁾ Rajan, Zingales, 1998; Beck, Levine, 2004.

³⁾ Erungor, 2003.

wpływ rozwoju systemu finansowego, zdecydowanie pozytywny w długim okresie, w krótszych okresach może być niejednoznaczny, ze względu na większą niestabilność⁴.

Po trzecie, trzeba podkreślić znaczenie czynników makroekonomicznych, które wywierają wpływ na rozwój sektora finansowego. Przede wszystkim należy do nich inflacja. Hamuje ona rozwój finansowy, ponieważ gdy jest wyższa, ma w długim okresie negatywny wpływ na ogólną kondycję tego sektora⁵. Za drugi znaczący czynnik można uznać tak zwaną infrastrukturę finansową. Obejmuje ona ramy prawne, w tym nie tylko istniejące regulacje, ale także rzeczywiste egzekwowanie prawa oraz zakres i poziom ochrony praw inwestorów (wierzycieli, akcjonariuszy)⁶. Można powiedzieć, że sektor finansowy wymaga bardzo intensywnego zaangażowania prawa, jako że dobre i solidne przepisy prawne są niezbędne dla jego właściwego funkcjonowania i rozwoju.

Empirycznie wykazano, że znaczny i utrzymujący się zakres własności państwowej w sektorze bankowym blokuje rozwój finansowy i hamuje wzrost sektora finansowego, tak samo jak większe zadłużenie spowalnia tempo wzrostu gospodarczego⁷. Można to wiązać z większą rozpiętością stóp procentowych, wypieraniem kredytów dla osób i instytucji prywatnych, bardziej skoncentrowaną alokacją kredytów, mniejszymi obrotami na giełdzie i mniejszym finansowaniem dla instytucji niebankowych. Wszystkie te czynniki zwiększają prawdopodobieństwo zachwiania stabilności finansowej.

Konwergencja instytucjonalna

W literaturze przyjmuje się dość schematyczny, choć często użyteczny, podział sektora finansowego na dwa odrębne typy, mianowicie: oparty na systemie bankowym (inaczej pośredni) i oparty na rynku kapitałowym (bezpośredni)⁸. Systemy oparte na bankach (model kontynentalny) definiowane są jako takie, w których dominują banki i usługi bankowe. Systemy oparte na rynku kapitałowym (model anglosaski) są z definicji tymi, gdzie przeważa rynek kapitałowy. Tradycyjnie Niemcy, Hiszpania i Chiny uosabiają systemy z dominującą rolą banków, podczas gdy Chile, USA, Wielka Brytania, Meksyk, Finlandia i Szwajcaria reprezentują drugą grupę. Niemniej da się zaobserwować zbliżanie się do siebie tych dwóch systemów. Przejawia się to tym, że w wyniku przyspieszonego rozwoju giełd niektóre kraje o systemie z dominującą pozycją banków zbliżyły się do tych z dominującą pozycją rynku kapitałowego. Stopniowe zanikanie rozdziału między bankami komercyjnymi a inwestycyjnymi w USA, spowodowane powstaniem konglomeratów finansowych, podobnie jak rozwój tzw. bankowości uniwersalnej, może być uważane za kolejną widoczną oznakę postępującego zbliżania się do siebie tych dwóch modeli. Tę tendencję, tzw.

⁴ Lopez, Spiegel, 2002.

⁵ Rousseau, Wachtel, 2001.

⁶ Bank Światowy, MFW, 2005, s. 223; Levine, Loayza, Beck 1999.

⁷ La Porta i inni, 2003.

⁸ Merton, Bodie, 2004; Ergungor, 2003, 2004.

konwergencji instytucjonalnej, można było zaobserwować przez ostatnie 20–30 lat. Proces ten wciąż postępuje, jest jednak jeszcze daleki od zakończenia.

Można, co więcej, zaobserwować tendencję do stopniowego zwiększania roli sektora finansowego. Zjawisko to widoczne jest nie tylko w mniej rozwiniętych gospodarkach, takich jak w Brazylii czy w Polsce, lecz także w bardziej rozwiniętych, np. w Hiszpanii. Malezja powinna być tutaj traktowana jako wyjątek. Nawet w Szwajcarii wskaźnik kredytu krajowego i kapitalizacji giełdy jako procent PKB wyraźnie wzrósł. Istnieją jednak strukturalne różnice między poszczególnymi krajami. Struktury sektorów finansowych Austrii i Finlandii, wyrażone udziałem kapitalizacji giełdy w PKB, znacznie się różnią. W Finlandii bowiem szczególną rolę odgrywa firma Nokia, mająca istotny wpływ na kapitalizację giełdy.

Inną zauważalną tendencją jest rosnąca płynność giełdy, mierzona wskaźnikiem obrotów w stosunku do PKB. W niektórych krajach obroty na giełdzie przewyższają jej kapitalizację (tendencja ta wyraźnie przeważa m.in. w Wielkiej Brytanii, na Tajwanie czy w Turcji). W wielu krajach rośnie także liczba spółek giełdowych, przy czym szczególnie gwałtownie w Kanadzie⁹⁾.

Jak już wspominałem, dotychczasowe badania empiryczne nie dostarczyły mocnych i niepodważalnych dowodów na istnienie związku między strukturą sektora finansowego a obserwowanym tempem wzrostu gospodarczego. Co więcej kraje o zbliżonym poziomie rozwoju systemu finansowego mogą rozwijać się w podobnym tempie, niezależnie od tego czy mają bezpośredni system finansowy, dominującą pozycję rynku kapitałowego czy system pośredni, tzn. z dominującą pozycją banków. Jak można jednak domniemywać, ważne jest unikanie monokultury w tym zakresie. Wydaje się, szczególnie z punktu widzenia inwestycji podwyższonego ryzyka (tzw. *venture capital*), iż pozytywnym zjawiskiem jest nie tylko występowanie banków, ale również instytucji rynku kapitałowego. Dodatkowy dostęp do źródeł finansowania za pośrednictwem giełdy odgrywa tu pozytywną rolę. Nie każda firma może wejść na giełdę w Nowym Jorku, Frankfurtu czy Londynie i dlatego ważną rolę do odegrania mają także mniejsze, lokalne bądź regionalne giełdy.

Warunki początkowe rozwoju systemu finansowego

Skoncentrujmy się na chwilę na doświadczeniach gospodarek postsocjalistycznych, wyłączając na razie z tych rozważań Chiny. Sytuacja początkowa była bardzo specyficzna, jako że socjalizm typu sowieckiego był najbardziej skrajną formą etatyzmu, w której w zasadzie nie tolerowano własności prywatnej, gospodarka była zdominowana przez własność państwową, do rynku zaś odnoszono się nieufnie i dlatego zastąpiono go centralnym planowaniem, które stanowiło skrajną formę kontroli państwowej. Ponieważ jednak w żadnym społeczeństwie nie można całkowicie zastąpić rynku, istniał on nadal, głównie w postaci szarej strefy bądź czarnego rynku. W sytuacji, gdy rynek został stłumiony, a własność prywatna z założenia traktowana była jako wykroczenie, co stanowiło bezpośrednie dziedzictwo marksizmu, wciąż cieszą-

⁹⁾ NBP.

cego się popularnością w niektórych kręgach na Zachodzie, niewiele było możliwości do zaistnienia i rozwoju sektora finansowego, takiego, jaki znamy obecnie. Tak naprawdę w ogóle nie istniał system finansowy, chyba że użyjemy tej nazwy, aby opisać system, gdzie w sektorze bankowym dominuje struktura monobanku, gdzie nie można podejmować niezależnych decyzji kredytowych i gdzie nie ma mechanizmów zarządzania ryzykiem. Istniały jednostki zwane bankami, ale kryjące się pod tą nazwą instytucje różniły się od banków w gospodarkach rynkowych. Nie było ani prawdziwych banków komercyjnych, ani centralnych. Jednym z posunięć dokonanych na początkowym etapie reform rynkowych w Polsce w 1988 r. był podział wspomnianej jednorodnej struktury na bank centralny i odrębne banki komercyjne. Także regulacje ostrożnościowe nie były wcześniej potrzebne, ponieważ nie istniały niezależne instytucje finansowe. Wszystkie te struktury należało stworzyć od podstaw. Nie było rynku pieniężnego ani giełdy, a asortyment dostępnych instrumentów finansowych był bardzo ubogi i ograniczał się do rachunków oszczędnościowych. Oczywiście nie istniała zewnętrzna ani wewnętrzna wymienialność pieniądza, a waluta krajowa odgrywała bardzo ograniczoną rolę.

Z instytucjonalnego punktu widzenia gospodarki socjalistyczne różniły się od siebie w niewielkim stopniu. Istniały jednak między nimi bardzo wyraźne i istotne różnice w początkowych warunkach makroekonomicznych. Przede wszystkim – w poziomie inflacji. W niektórych krajach jawna inflacja była stosunkowo niska, np. w Rumunii, w Czechosłowacji czy na Węgrzech. W Polsce jednak przed rozpoczęciem reform wynosiła ona 20–40% miesięcznie. Jeszcze gorsza sytuacja miała miejsce w Związku Radzieckim, gdzie panowała hiperinflacja. Oprócz tego istniała jeszcze inflacja ukryta, spowodowana kontrolą cen. Jej najbardziej widocznymi objawami były kolejki, braki towarów oraz czarny rynek. W niektórych krajach, w tym także w Polsce, występowały znaczne różnice między oficjalnymi a czarnorynkowymi kursami walut.

Transformacja systemu finansowego

W okresie transformacji uwidoczniły się rozbieżne tendencje w stopniu rozwoju rynków finansowych. Niektóre kraje, jak np. Czechosłowacja, weszły w ten okres ze stosunkowo wysokim poziomem kapitalizacji giełdy, będącym efektem prywatyzacji kuponowej przeprowadzonej na początku lat dziewięćdziesiątych. W następnym okresie nastąpiło jednak osłabienie tempa rozwoju ich rynków kapitałowych. W innych krajach obserwowano bardziej systematyczny wzrost. Jeśli chodzi o kredyt krajowy, Chiny są dobrym przykładem na to, że więcej niekoniecznie znaczy lepiej. Pod względem kredytu krajowego Chiny bardzo przypominają Szwajcarię, ale należy pamiętać o tym, że za niezwykle wysokim wskaźnikiem kredytu do PKB kryje się wysoki udział złych kredytów. Jaki z tego wniosek? Europa Środkowa i Wschodnia ma wiele zaległości do nadrobienia. Cały czas postępuje proces pogłębiania rynku finansowego. Oznacza to, że w długim okresie stopa wzrostu sektora finansowego będzie wyższa niż stopa wzrostu PKB i wskaźnik aktywów sektora finansowego do PKB będzie wzrastał.

Jak już wspomniano, w różnych krajach można obserwować różne tempa wzrostu – na Węgrzech i w Polsce mamy do czynienia z monotonicznym i systematycznym przyrostem kredytów, podczas gdy w Republice Czeskiej i na Słowacji obserwuje się osłabienie tego tempa. Kraje te ucierpiały na skutek kryzysów bankowych ściśle związanych z problemami fiskalnymi, co doprowadziło do zahamowania rozwoju ich rynków finansowych. Wyjście z tego kryzysu trwało dość długo. Nasuwa się więc prosty wniosek: kryzysów bankowych należy unikać.

W początkowym okresie reform wszystkie transformujące się kraje odnotowały znaczący udział złych kredytów, jako że część kredytów zaciągniętych w okresie socjalizmu wpadła do tej kategorii po przeprowadzeniu reform. Gwoli sprawiedliwości warto dodać, że na samym początku pewne błędy były nie do uniknięcia. Sektor bankowy zazwyczaj daleki jest od doskonałości.

Generalnie rzecz biorąc, wśród elementów istotnych dla prawidłowego wzrostu sektora finansowego należy wymienić rozsądną politykę gospodarczą i dyscyplinę fiskalną. Różnice w rozwoju sektora finansowego zaobserwowane w wielu gospodarkach postsocjalistycznych w mniejszym stopniu wynikały z odmiennych warunków początkowych, a w większym z różnic w jakości ogólnej polityki gospodarczej i sektorowej. Przez ogólną politykę gospodarczą należy rozumieć politykę fiskalną i kursową, skuteczne egzekwowanie prawa, ochronę praw wierzycieli i akcjonariuszy mniejszościowych oraz liberalizację pozwalającą na wolną grę sił rynkowych. Należy podkreślić, że brak dyscypliny fiskalnej zawsze negatywnie odbija się na kondycji sektora finansowego. Praworządność ma bez wątpienia podstawowe znaczenie dla uczestników życia gospodarczego, zwłaszcza że chroni swobodę działalności gospodarczej. Są to niektóre z podstawowych warunków, których spełnienie stymuluje rozwój systemu finansowego. Innym istotnym czynnikiem jest prywatyzacja, gdyż sukces gospodarczy nie jest możliwy przy dużym udziale banków państwowych. Prywatyzacja pozwala na wprowadzenie bardziej skutecznych regulacji ostrożnościowych i nadzoru, a także na restrukturyzację złych kredytów.

Stan obecny

Skoncentrujmy się teraz na charakterystycznych cechach przemian, które dokonały się w ostatnich 15 latach. Naprawdę niezwykłym osiągnięciem było przejście od systemu o całkowicie zredukowanym sektorze finansowym do systemu w pełni wolnorynkowego. Jak olbrzymi był to postęp, uświadamia nam dopiero porównanie, na przykład, z postępem osiągniętym wskutek reform sektora górniczego. Porównując Związek Radziecki oraz kraje Europy Środkowej i Wschodniej, możemy wyraźnie wyróżnić dwa podejścia do prywatyzacji banków. Pierwsze, które można nazwać podejściem rosyjskim, hołduje zasadzie „nie spieszyć się z prywatyzacją”. Na początku okresu transformacji nie istniał kapitał prywatny i brakowało niezbędnego doświadczenia, ponieważ w czasach socjalizmu nie było możliwości zostania prywatnym przedsiębiorcą. Aby przeprowadzić prywatyzację, należało po prostu otworzyć się na zagranicznych inwestorów. Odmienne podejście skutkowało bardzo wysokim udziałem

łem banków państwowych¹⁰⁾. Według danych z 2001 r. udział aktywów banków państwowych w aktywach bankowych ogółem wynosił 99% w Chinach, 75% w Indiach i 70% w Rosji. Druga grupa krajów, skupiająca wszystkie nowe kraje członkowskie UE, opowiedziała się za odmiennym podejściem. Zdecydowały się one na szybkie przeprowadzenie prywatyzacji i w wyniku tej polityki udział aktywów bankowych kontrolowanych przez zagranicznych inwestorów wahał się w 2001 r. od 34% w Słowenii do 98% w Estonii.

Obecnie względne znaczenie sektora finansowego w gospodarkach nowych krajów UE jest wciąż niewielkie bądź umiarkowane. Zajmuje on mniej istotną pozycję niż w krajach piętnastki (EU-15) i innych rozwiniętych gospodarkach oraz mniej istotną pozycję niż u tygrysów azjatyckich, w Chile, w Izraelu czy w Chinach. Do pewnego stopnia sytuacja ta jest funkcją czasu. Niemniej terapia szokowa nie jest w tym wypadku wskazana. Próba sztucznego przyspieszenia tego procesu przy pomocy interwencji państwa może zakończyć się wyższym odsetkiem złych kredytów. Pozostało więc jeszcze sporo zaległości do nadrobienia, ale wymaga to odpowiednich przepisów prawnych, utrzymania stabilności makroekonomicznej i niskiej inflacji.

Jeżeli chodzi o typ sektora finansowego, w nowych krajach członkowskich przeważa model oparty na sektorze bankowym, z ograniczoną rolą rynku kapitałowego i rynku komercyjnych papierów dłużnych. Wartość wskaźnika kredytu do kapitalizacji giełdy jest podobna do występującej w gospodarkach krajów rozwiniętych o systemie z dominującą pozycją banków (Niemcy, Japonia, Portugalia czy Nowa Zelandia) i dużo niższa niż w Austrii.

Rynek obligacji w nowych krajach członkowskich jest zdominowany przez obligacje skarbowe, co jest konsekwencją wysokich deficytów budżetowych. Jak dotąd, rynek obligacji przedsiębiorstw jest słabo rozwinięty.

Kapitalizacja giełd w nowych krajach członkowskich jest dużo niższa niż w gospodarkach rozwiniętych i podobna do poziomu kapitalizacji w Indonezji, Meksyku czy Brazylii. Co ciekawe, ich obecna sytuacja jest podobna do tej, którą obserwowano w niektórych krajach rozwiniętych dziesięć lat temu, co mogłoby świadczyć o tym, że nowe kraje członkowskie podążają tą samą ścieżką.

Obroty giełdowe w nowych krajach członkowskich są bardzo niskie, dużo niższe niż we wszystkich gospodarkach rozwiniętych i stosunkowo niższe niż poziom kapitalizacji giełdy, co świadczy o pewnej koncentracji akcji notowanych przedsiębiorstw w rękach inwestorów strategicznych.

Analiza poziomu kredytów udzielonych instytucjom pozarządowym w nowych państwach członkowskich prowadzi do wniosku, że jest on podobny do występującego w innych krajach rozwijających się (oprócz Chile, Izraela, tygrysów azjatyckich i Chin) i nadal dużo niższy niż w krajach rozwiniętych (oprócz Danii, Grecji i Finlandii). Jest też niższy niż sugerowałyby to poziom PKB na jednego mieszkańca.

¹⁰⁾ Zgodnie z raportami rocznymi banków centralnych i publikacją nr 4 Banku Rozrachunków Międzynarodowych pt. *The Banking Industry in the Emerging Market Economies*, BIS, 2001.

Wnioski

Ogólnie rzecz biorąc, system finansowy nowych krajów członkowskich jest już w znacznej mierze zintegrowany z systemem Unii Europejskiej. Wysoki stopień harmonizacji prawa wynika z faktu, iż punktem odniesienia dla tworzonej legislacji krajowej i przepisów ostrożnościowych były dyrektywy bankowe z początku okresu przemian. Większość banków działających w nowych krajach członkowskich jest kontrolowana przez grupy bankowe z krajów piętnastki (Niemiec, Francji, Włoch, Holandii, Austrii, Szwecji i Belgii). Zagraniczni inwestorzy przejawiają aktywność również na rynku innych usług finansowych, a mianowicie ubezpieczeń i funduszy inwestycyjnych. Największe firmy krajowe korzystały z zagranicznych źródeł finansowania, czy to przez bezpośrednie zaciąganie kredytów w spółkach macierzystych za granicą, czy to przez pożyczki z banków unijnych, czy wreszcie poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych oraz Amerykańskich Kwitów Depozytowych (ADR-ów) i Globalnych Kwitów Depozytowych (GDR-ów) na europejskich rynkach finansowych.

Członkostwo w UE powinno nadal wywierać pozytywny wpływ na tempo rozwoju gospodarczego nowych krajów członkowskich i w związku z tym także na ich rynki kapitałowe. Istnieją pewne elementy konstrukcyjne UE, które mogłyby pozwolić tym krajom rozwijać się szybciej. Trzeba je jeszcze wzmocnić. Do wywierających pozytywny wpływ elementów można zaliczyć m.in. stabilność fiskalną (którą Unia zawdzięcza postanowieniom zawartym w Pakcie Stabilności i Wzrostu). Ponadto, rozwój wspólnego rynku (głównie w zakresie usług) wydaje się mieć podstawowe znaczenie dla dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Utrudnianie wprowadzenia dyrektywy o liberalizacji rynku usług jest sprzeczne z duchem UE, ponieważ jej celem jest swoboda prowadzenia działalności gospodarczej i świadczenia usług. Czy UE może konkurować z Chinami lub USA nie liberalizując największego sektora swojej gospodarki? Trzecim elementem powinno być ograniczenie dotowania przedsiębiorstw. Trzeba pamiętać, że w żadnym kraju nie dotuje się przedsiębiorstw najlepszych. Dlatego nadmierne subsydia mogą przyczynić się do zachowania niekonkurencyjnych wzorców funkcjonowania w gospodarkach nowych krajów członkowskich, co w rezultacie może doprowadzić do stłumienia sił napędzających rozwój gospodarczy opartych na konkurencji i zwolnić proces nadrabiania zaległości przez kraje tego regionu.

Bibliografia

- Beck T. i Levine R., „Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence”. *Journal of Banking and Finance*, 28(3), 2004, s. 423–42.
- Ergungor O.E., „Financial System Structure and Economic Development: Structure Matters”, *Working Paper Series*, 2003, nr 0305, Bank Rezerw Federalnych w Cleveland.

- Ergungor O.E., „Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?”, *Journal of Banking and Finance*, 2004, nr 28, s. 2869–2887.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., „What works in securities laws?”, *NBER Working Papers*, 2003, nr 9882, National Bureau of Economic Research, Cambridge, lipiec 2003.
- Levine R., Beck T., Loayza N., „Financial Intermediation and Growth: causality and causes”, *Central Bank of Chile Working Papers*, nr 56, grudzień 1999.
- Merton R.C. i Bodie Z., „The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure”, *NBER Working Paper*, nr 10620, National Bureau of Economic Research, Cambridge, czerwiec 2004.
- Rajan R.G. i Zingales L., „Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, 1998, nr 88, s. 559–586.
- Rousseau P.L. i Wachtel P., „Inflation, Financial Development and Growth”, *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*, red. T. Negishi, R. Ramachandran i K. Mino, Kluwer 2001.
- „Finance for Growth – policy choices in a volatile world”, *A World Bank Policy Research Report*, Bank Światowy, kwiecień 2001.
- „Financial Sector Assessment: A Handbook”, Bank Światowy, 2005.