

**Integracja
rynku
finansowego
– 5 lat
członkostwa
Polski w UE**

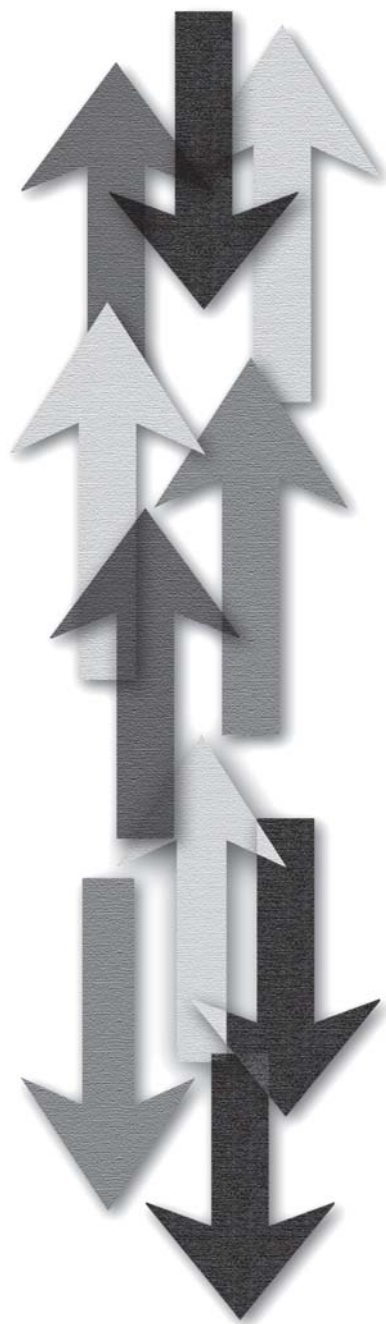
Nr 103
2 0 0 9



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**



Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Łukasz Koterwa

Andrzej Raczko

Jacek Socha

Jadwiga Zaręba

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

Oddano do druku w czerwcu 2009 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM.....	4
WPROWADZENIE	5
POLSKIE BANKI NA JEDNOLITYM RYNKU FINANSOWYM – WYKORZYSTANE SZANSE, NOWE WYZWANIA – <i>Jadwiga Zaręba</i>	7
CZY RYNEK KAPITAŁOWY W UE SPROSTA NOWYM WYZWANCIOM? – <i>Jacek Socha, Łukasz Koterwa</i>	23
CZY KRYZYS PRZYSPIESZY TWORZENIE EUROPEJSKIEGO JEDNOLITEGO RYNKU FINANSOWEGO? – <i>Andrzej Raczek</i>	29

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Irena Arabei	KNDF
Henryk Bąk	SGH
Ewa Balcerowicz	CASE
Barbara Błaszczyk	CASE
Agnieszka Brewka	NBP
Piotr Bujnicki	Reuters
Lucyna Bykowska	
Marek Dąbrowski	CASE
Mirosław Dusza	UW
Jacek Dzierwia	ITI
Eryk Gągała	BPH
Hiroichi Iemoto	
Justyna Kamińska	UW CE
Monika Kobylńska	ING BSK
Michał Kowalczyk	„Parkiet”
Marta Kosińska	SGH
Agnieszka Krzepa-Kałuża	
Leszek Kubiak	UJK w Kielcach
Paweł Lipiński	BRE Bank
Marek Misiak	NŻG
Marcin Mucha	MG
Jarosław Neneman	CASE
Krystyna Olechowska	CASE
Tadeusz Pawlaczek	
Adam Pawlikowski	NBP
Małgorzata Pawłowska	NBP
Beata Piwowar	INF PAN
Elżbieta Pustoła	KDPW
Andrzej Raczko	KNF
Kamil Sobolewski	Olympus
Jacek Socha	PricewaterhouseCoopers w Polsce
Stanisław Sudak	MRR
Jan Świącicki	
Marta Tarnowska	ING
Marta Tomaszewska	ING BSK
Joanna Wilczyńska	BRE Bank
Cezary Wójcik	SGH, PAN
Barbara Wyczańska	BRE Bank
Jadwiga Zaręba	CASE
Beata Zdanowicz	NBP

Wprowadzenie

Pięć lat członkostwa Polski w Unii Europejskiej to najlepszy dotąd okres w rozwoju polskiego sektora bankowego. Czy kryzys zahamuje rozwój krajowego sektora bankowego? Czy przeszkodzi w rozwoju europejskiego rynku kapitałowego? Czy uniemożliwi tworzenie jednolitego rynku finansowego UE? Odpowiedzi na te pytania poszukiwali paneliści i goście 103. seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w maju 2009 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili: Jadwigę Zarębę, eksperta CASE; Jacka Sochę, wiceprezesa, partnera PricewaterhouseCoopers w Polsce oraz Andrzeja Raczkę, dyrektora Departamentu Analiz Rynkowych Komisji Nadzoru Finansowego.

Wydaje się, że polskie banki nadal mają potencjał rozwoju. Zakres restrukturyzacji będzie o wiele mniejszy niż banków europejskich, ponieważ redukcja aktywów i zmniejszenie ekspozycji na ryzyko w europejskich bankach dotyczyć będzie tych obszarów, które w Polsce nie zdążyły się jeszcze rozwinąć. O rozwoju polskich banków na zintegrowanym rynku usług finansowych w ciągu najbliższych lat zadecydują następujące czynniki: nowe europejskie inicjatywy regulacyjne; dostęp do zewnętrznego finansowania; efektywne zarządzanie ryzykiem oraz strategie działania inwestorów strategicznych wobec polskich banków. Polskie banki mogą być beneficjentem dokonywanych zmian regulacyjnych, które nieuchronnie prowadzą do zmniejszania zakresu działalności handlowej banków oraz przeorientowania ich strategii w kierunku tradycyjnej bankowości komercyjnej. Wciąż duża luka w stopniu nasycenia polskiego rynku tradycyjnymi produktami w stosunku do dojrzałych gospodarek europejskich oznacza, że, w miarę postępującej konwergencji, polski sektor bankowy reprezentuje wciąż duży potencjał.

Obecny kryzys finansowy stanowi niewątpliwie ogromne wyzwanie dla rynku kapitałowego Unii Europejskiej. Załamanie na rynkach finansowych oraz wynikająca z niego utrata zaufania przez inwe-

storów doprowadziły do znaczących spadków wycen papierów wartościowych i spowodowały odpływ kapitału do lokat bankowych oraz innych instrumentów charakteryzujących się większym poziomem bezpieczeństwa. Znaczące spowolnienie na rynkach pierwotnych ofert akcji (IPO – Initial Public Offering) w UE prawdopodobnie utrzyma się jeszcze w 2009 r. Trendy występujące na rynku IPO podążają zazwyczaj za zmianami cyklu gospodarczego, przy czym liczba i wartość ofert publicznych są mocno skorelowane z cenami akcji na rynkach kapitałowych. Ożywienia na rynku IPO należy się spodziewać dopiero wówczas, gdy pojawią się pierwsze sygnały zmiany niekorzystnych tendencji w gospodarce. W przeszłości zmiany trendów na rynkach kapitałowych wyprzedzały zmiany cyklu gospodarczego o od 4 do 6 miesięcy. Rynek IPO będzie podążał za tym trendem, jednak z pewnym opóźnieniem, ponieważ sam proces oferty publicznej zazwyczaj zajmuje co najmniej kilka miesięcy. Należy również oczekiwać, że w pierwszej fazie ożywienia dominować będą IPO dużych spółek lub tych pochodzących z branż najmniej dotkniętych przez obecne spowolnienie.

Jeśli zintegrowany rynek finansowy ma się stać faktem, to konieczne jest przeniesienie integracji z Zachodu na Wschód. Najistotniejszym problemem tego procesu są warunki gwarantujące, że integracja będzie bezpieczna. Podstawową kwestią jest reforma sektora usług publicznych, czyli budowa nowoczesnych instytucji związanych z obrotem finansowym. Następną – wspólne regulacje i konsolidacja działań nadzorczych. Uczciwe wyznaczenie wymogów kapitałowych to również niezwykle ważna kwestia. Przecież duże korporacje mają o wiele większe możliwości oszczędnego zarządzania kapitałem, mają o wiele większą dźwignię finansową, czyli zawsze będą bardziej konkurencyjne niż małe instytucje finansowe Europy Centralnej i Wschodniej. Integracja wschodniego i zachodniego rynku finansowego wymaga również utrzymania nadzoru produktowego (certyfikacji produktów); zwłaszcza produktów szczególnie podatnych na powstanie bańki spekulacyjnej. Z równouprawnionym wymogiem kapitałowym, który powinien być niezależny od wielkości firmy niewątpliwie wiąże się regulowanie praktyk monopolistycznych na rynku finansowym. W Polsce wiele dyskutuje się o MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), czyli Dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych. Zamiast dyskutować, warto byłoby dyrektywę wprowadzić. Jeśli dążymy do wspólnego rozwoju europejskiego sektora finansowego, to powinniśmy również myśleć o wspólnej bazie kapitałowej, analizując jej powstanie w skali makro, czyli uwzględniając różne dopuszczalne lewary finansowe w poszczególnych krajach. Zatem konieczny jest system, który pozwalałby na przepływ kapitału tam, gdzie ten lewar jest stosunkowo niewielki. Unijna proaktywna polityka polegałaby na wprowadzeniu chociażby warunkowych linii dokapitalizowania kredytów.

Polskie banki na jednolitym rynku finansowym – wykorzystane szanse, nowe wyzwania

Streszczenie

W wyniku akcesji Polski do Unii Europejskiej, rodzimy sektor bankowy stał się elementem jednolitego rynku finansowego, który obowiązuje ten sam paradygmat regulacyjny z wiodącą rolą banków w modelu finansowym państwa.

Działanie na poszerzonym rynku miało pozytywny wpływ na rozwój banków i zwiększenie ich roli w gospodarce polskiej. Pięć lat członkostwa Polski w UE to najlepszy dotąd okres w 20-letniej historii rozwoju polskiego sektora bankowego, tak pod względem czynników ilościowych jak i jakościowych.

Wolumen kredytów wzrósł z 226 w 2004 r. do 588 mld zł w roku 2008 r. Depozyty klientów w tym czasie powiększyły się z 310 do 506 mld zł. Relacja kredytów do PKB wzrosła z 26 do 46%, a depozytów z 34 do 40%. Znacząco większa skala działania przełoży-

ła się na wyższe o 50% wyniki finansowe sektora. Zysk netto wzrósł z 9,2 do 13,9 mld zł. Tym samym poprawiła się efektywność i produktywność banków.

Banki dokonały skoku pod względem efektywności modelu biznesowego. Z instytucji nastawionych na sprzedaż pojedynczych produktów stały się bankami skoncentrowanymi na kompleksowej obsłudze klientów, wykorzystującymi scentralizowaną technologię oraz nowoczesne narzędzia CRM.

O sukcesie polskiego sektora bankowego zadecydowały zarówno czynniki zewnętrzne, a zwłaszcza sprzyjająca koniunktura makroekonomiczna i dokonane zmiany regulacyjne, jak i efektywne strategie banków nastawione na wzrost skali działania, rozwój *cross sellingu* oraz poprawę konkurencyjności. Nie bez znaczenia był też zagraniczny strumień środków finansowych skierowany do polskich banków w ramach liberalizacji oraz integracji rynku.

W obliczu rozprzestrzeniającego się na niespotykaną dotąd skalę kryzysu finansowego, którego pośrednie skutki odczuwa polski sektor bankowy od czwartego kwartału ubiegłego roku, pojawia się pytanie: co dalej?

Wydaje się, że polskie banki nadal mają potencjał rozwoju. Zakres restrukturyzacji, który je czeka, będzie o wiele mniejszy niż banków europejskich, ponieważ redukcja aktywów i zmniejszenie ekspozycji na ryzyko w europejskich bankach będzie dotyczyć tych obszarów, które w Polsce nie zdążyły się jeszcze rozwinąć.

O rozwoju polskich banków na zintegrowanym rynku usług finansowych w najbliższych latach zdecydują następujące czynniki:

- a) nowe inicjatywy regulacyjne podejmowane w skali europejskiej;
- b) dostęp do zewnętrznego finansowania;
- c) efektywne zarządzanie ryzykiem;
- d) strategię działania inwestorów strategicznych wobec polskich banków.

Polskie banki mogą być beneficjentem dokonywanych zmian regulacyjnych, które nieuchronnie prowadzą do zmniejszenia zakresu działalności handlowej banków oraz przeorientowania ich strategii w kierunku tradycyjnej bankowości komercyjnej. Wciąż duża luka w stopniu nasycenia polskiego rynku tradycyjnymi produktami w porównaniu z dojrzałymi gospodarkami europejskimi oznacza, że mimo postępującej konwergencji pol-

ski sektor bankowy reprezentuje wciąż duży potencjał. Choć polskie banki nie będą w stanie zwiększać portfela kredytowego w tempie 33% średniorocznie, jak to miało miejsce w ostatnich trzech latach, to jednak nadal mają one możliwości utrzymania dwucyfrowego wzrostu oraz osiągnięcia zwrotu na kapitale rzędu 12-15%.

Po wejściu do Unii Europejskiej

W kontekście 5-lecia obecności Polski w UE pojawia się pytanie, czy polskie banki wykorzystają szanse wynikające z działania na jednolitym rynku finansowym? Istotne jest też czy nieuchronna korekta aktywów w bankach zagranicznych z powodu kryzysu, rozprzestrzeniającego się na niespotykaną dotąd skalę, doprowadzi do głębokich zmian instytucjonalnych na rynku usług finansowych i osiągnie polski sektor bankowy?

W wyniku akcesji Polski do struktur unijnych, polski sektor bankowy stał się elementem jednolitego rynku finansowego, który obowiązuje ten sam paradygmat regulacyjny, z dominującą rolą banków w modelu finansowym państwa. Działanie na poszerzonym rynku unijnym miało pozytywny wpływ na rozwój polskiego sektora bankowego. Choć skutki kryzysu finansowego uwidoczniły się już w wynikach finansowych banków za IV kwartał ubiegłego roku, to niewątpliwie lata 2004–2008 w 20-letniej historii rozwoju polskiego sektora należą do najbardziej udanych. Osiągnięte wskaźniki dynamiki wzrostu, jak i efektywności działania banków będą prawdopodobnie nie do powtórzenia w kolejnej dekadzie.

Aktywa sektora bankowego powiększyły się w tym czasie prawie dwukrotnie, z 538,5 w 2004 r. do 1 041,8 mld w roku 2008. W wyniku dynamicznego rozwoju banków znaczącej poprawie uległ ich stopień penetracji w gospodarce¹.

Na koniec 2004 r. relacja aktywów sektora bankowego do PKB wynosiła 58,4%, a na koniec 2008 r. wzrosła do 82,3%. Większa skala działania banków przełożyła się na ich wyniki finansowe. W stosunku do 2004 r. zysk netto sektora wzrósł o ponad 50%, z 9,2 mld zł (2004 r.) do 13,9 mld zł w 2008 r. Tym samym poprawiła się efektywność i produktywność sektora. Zwrot na kapitale (ROE netto) wzrósł z 17,2 do 21,2%, zwrot na aktywach (ROA) z 1,4 do 1,6%, a wskaźnik kosztów operacyjnych do dochodów (K/D) obniżył się z 65 do 54,7%. Dwukrotnie wzrosła wydajność pracy w bankach komercyjnych. Wartość kredytów na 1 pracownika powiększyła się z 1 717 tys. zł w 2004 r. do 3 619 tys. zł w roku 2008.

Sukcesywnie zwiększała się liczba klientów sektora bankowego oraz poprawiała się penetracja sektora w gospodarce. Relacja kredytów do PKB wzrosła z 26 w 2004 do 46% w roku 2008, a depozytów odpowiednio z 34 do 40%. Ponad dwukrotnemu zwiększeniu uległa liczba rachunków internetowych oraz kart płatniczych. Obecnie prawie co drugi klient indywidualny korzysta z bankowości internetowej.

O sukcesie polskiego sektora bankowego zadecydowały zarówno czynniki zewnętrzne, a zwłaszcza sprzyjająca koniunktura makroekonomiczna i dokonane zmiany regulacyjne korzystnie wpływające na sektor bankowy, jak i efektywne strategie banków, nastawione na wzrost skali działania, poprawę konkurencyjności oraz innowacyjności oferty i *cross-selling*. Nie bez znaczenia był też pomysłny proces restrukturyzacji banków, przeprowadzony na długo przed akcesją Polski do UE, m.in. uporanie się z problemem złych długów oraz trwają-

Tabela 1. Wydajność pracy i efektywność banków komercyjnych w Polsce w latach 2004–2008

Wskaźniki	2004	2005	2006	2007	2008
Aktywa/Zatrudn. prac. (tys. zł)	4 178,00	4 435,80	4 864,10	5 328,90	6 389,10
Kredyty/Zatrudn. 1 prac. (tys. zł)	1 716,80	1 845,50	2 234,40	2 832,40	3 618,70
Zysk netto/Zatrudn. (tys. zł)	58,17	72,98	81,00	97,50	88,10
ROE netto w %	17,10	20,80	23,10	22,00	21,00
K/D w %	64,60	60,60	57,40	54,60	53,40
Udział kredytów zagrożonych w %	13,60	10,10	7,40	5,20	4,40
Koszty ryzyka ⁽¹⁾	1,10	0,66	0,53	0,38	0,90
Kredyty/Depozyty (%) ⁽²⁾	77,00	81,00	82,00	99,00	117,00
Współczynnik wypłacalności (%)	14,10	14,70	13,20	12,00	10,70
Liczba zatrudnionych	122 005	124 689	127 201	133 724	145 420
Aktywa/PKB (%) ⁽³⁾	58,40	59,80	64,30	68,90	82,3

(1) Koszty ryzyka liczone jako relacja wartości do nowo utworzonych rezerw do wolumenu kredytów

(2) Relacja należności od sektora niefinansowego do zobowiązań wobec sektora niefinansowego

(3) Relacja aktywów całego sektora bankowego do PKB

ca od 1992 roku prywatyzacja banków. Duże znaczenie dla rozwoju banków miał nowy i o wiele bardziej konkurencyjny model prowadzenia biznesu. Banki dokonały skoku pod względem czynników jakościowych w kierunku większego otwarcia się na potrzeby klientów. Scentralizowane i unowocześnione zostały systemy IT, umożliwiające wykonywanie operacji w czasie rzeczywistym. Rozwinięta została bankowość internetowa oraz bardzo zaawansowane jest wdrażanie nowoczesnych systemów CRM czy systemów informacji zarządczej, a także procesy i procedury zarządzania ryzykiem.

Ważną rolę w rozwoju polskich banków miał strumień środków finansowych z zagranicy, który został ulokowany w polskim sektorze bankowym dzięki:

- bezpośrednim inwestycjom, realizowanym przez zakup akcji prywatyzowanych banków bądź inwestycje typu *green field*. W Polsce 42 banki komercyjne kontrolowane są przez inwestorów zagranicznych. Posiadają one łącznie 69-proc. udział w aktywach sektora bankowego;
- pokaznemu i rosnącemu strumieniowi pasywów zagranicznych finansujących rozwój biznesu polskich banków. O ile w 2004 r. pasywa zagraniczne wynosiły 48,8 mld zł, o tyle na koniec 2008 r. wzrosły do 210 mld zł i finansowały prawie 20% aktywów polskiego sektora bankowego;
- dynamicznemu rozwojowi oddziałów banków zagranicznych, działających w Polsce na zasadzie paszportu europejskiego. Przed akcesją swoją aktywność w Polsce prowadziły 2 oddziały banków zagranicznych, a na koniec 2008 r. ich liczba wzrosła do 27, przy czym aktywną dzia-

łalność biznesową prowadzi 18 oddziałów, które na koniec 2008 r. miały 5,4-proc. udział w aktywach oraz 3,6-proc. udział w kredytach. Poziom aktywów oddziałów banków zagranicznych jest taki sam jak całego segmentu banków spółdzielczych.

Do rozwoju polskiego sektora bankowego w dużym stopniu przyczyniły się zatem zagraniczne strumienie finansowe, które skierowane zostały do Polski w ramach procesu liberalizacji oraz integracji rynków. Ich rola systematycznie rosła. Dziś co piąta złotówka finansująca rozwój polskich banków pochodzi z zagranicy, chociaż ekspozycja tych banków na finansowanie podmiotów zagranicznych jest prawie 3 razy mniejsza, a w latach 2004–2008 kształtowała się niemal na stabilnym poziomie 80–90 mld zł.

Można więc stwierdzić, że rodzime banki w dużym stopniu rozwinęły się pod wpływem procesów integracyjnych, które uczyniły nasz kraj atrakcyjnym dla inwestorów lokujących tutaj środki w formie inwestycji bezpośrednich czy też papierów dłużnych lub innych instrumentów finansowych.

Jak wynika z tabeli 2, poziom aktywów zagranicznych w latach 2004–2008 w bilansach polskich banków pozostawał stabilny, a ich udział w sumie bilansowej systematycznie spadał. W 2004 r. aktywa zagraniczne wynosiły 83,8 mld zł (14% aktywów ogółem), w 2008 r. zmniejszyły się w stosunku do roku poprzedniego o 5 mld zł i wyniosły 80,8 mld zł (7,3% sumy bilansowej).

W tym samym czasie dynamika pasywów zagranicznych jest prawie dwukrotnie wyższa od tempa wzrostu sumy bilansowej. W 2008 r. pasywa za-

Tabela 2. Aktywa i pasywa zagraniczne w polskich bankach w latach 2004–2008 (w mld zł)

Lata	2004	2005	2006	2007	2008
Aktywa zagraniczne	83,8	91,5	93,5	86,0	80,8
Pasywa zagraniczne	48,8	48,4	63,3	102,7	210,2
Saldo	+35,0	+43,1	+30,2	-16,7	-129,4

Źródło: Opracowano na podstawie bilansu sektora bankowego

Tabela 3. Należności i zobowiązania zagraniczne polskiego sektora bankowego wobec banków nierezydentów (w mln zł)

	12.2007	03.2008	06.2008	09.2008	12.2008
Należności od banków nierezydentów	56 607,6	59 567,2	51 809,3	50 389,3	43 161,1
Zobowiązania od banków nierezydentów	61 734,7	67 899,4	80 692,3	96 513,9	125 450,5
Saldo	-5 127,1	-8 332,2	-28 883,0	-46 124,6	-82 289,4

Źródło: KNF „Informacja na temat przepływów finansowych w polskim sektorze bankowym w zakresie transakcji zagranicznych”, 2 marca 2009 r.

graniczne były wyższe o 330% w porównaniu z 2004 r., natomiast suma bilansowa sektora bankowego w tym czasie wzrosła o 89%².

Z raportu KNF na temat przepływów finansowych między polskimi bankami a bankami zagranicznymi wynika, że w 2008 r. ekspozycja polskich banków na zagraniczny sektor finansowy zmalała. Część banków w celu sfinansowania rozwoju akcji kredytowej zdecydowała się zredukować poziom środków ulokowanych w instytucjach finansowych za granicą. W efekcie stan należności zagranicznych od banków spadł z 58,1 mld zł na koniec 2007 r. do 44,3 mld zł w grudniu 2008 r.

Pierwsze skutki kryzysu globalnego

Pozytywna ocena ostatniego pięciolecia obecności banków na jednolitym rynku finansowym nie może przesłaniać faktu, że nasz sektor zaczyna coraz bardziej odczuwać skutki kryzysu global-

nego, a inwestorzy strategiczni polskich banków borykają się z poważnymi problemami wynikającymi z nadmiernych ekspozycji na ryzyko.

Opublikowane wyniki finansowe za I kwartał 2009 r., wskazują, że 14 banków giełdowych wypracowało zysk netto w łącznej kwocie 1,6 mld zł, tj o 57% mniej niż w tym samym okresie roku ubiegłego, ale o 6,8% więcej w stosunku do IV kwartału 2008 r. Osiągnięty w I kwartale dochód operacyjny banków giełdowych, po uwzględnieniu kosztów ryzyka spadł o 53% do 1,8 mld zł. O 6% spadły dochody odsetkowe, a o 3% obniżyły się dochody pozaodsetkowe. Koszty działania wzrosły o 5,8% r/r, a kwota rezerw na kredyty zagrożone była wyższa o 1,4 mld zł, tj o 573%. Skokowo rosnące koszty pozyskania depozytów powodują radykalny spadek marży odsetkowej z 3,5% w I kwartale 2008 r., do 2,5% w I kwartale 2009 r.

Wyniki ostatniego kwartału ub. r., a także dane za I kwartał 2009 r. potwierdzają, że pojawiają się napięcia. Z jednej strony ma miejsce skokowy

wzrost kosztów ryzyka oraz kosztów finansowania, z drugiej – spada wyposażenie banków w fundusze własne. W ciągu ostatniego roku koszty ryzyka wzrosły prawie 3-krotnie, do 90 punktów bazowych na koniec 2008 r. Jakość portfela kredytowego ulega systematycznemu pogorszeniu, o czym świadczy wzrost udziału kredytów zagrożonych z 4,6% na koniec grudnia ub. r. do 5,1% na koniec marca 2009 r. W sumie portfel kredytów zagrożonych na koniec I kwartału br. sięgnął 34,1 mld zł, a ich udział w portfelu detalicznym wyniósł 3,76%, zaś w portfelu korporacyjnym 7,92%. Na skutek dużego udziału kredytów walutowych (ponad 1/3 portfela) i deprecjacji złoto, banki zaczynają coraz bardziej odczuwać nacisk na zwiększenie bazy kapitałowej. Problem ten będzie się coraz bardziej zaostrzał w sytuacji, kiedy inwestorzy strategiczni nie będą w stanie uczestniczyć w nieodzownym procesie zwiększenia funduszy własnych, a brak będzie innych chętnych na inwestycje w walory banków.

Polskie banki dotkliwie odczuły problem braku stabilności złotego, który został poddany bezprecedensowym wahaniom z powodu rosnącej awersji do ryzyka inwestowania w tej części Europy. Odbiło się to bezpośrednio na sytuacji finansowej sektora bankowego z powodu konieczności znacznych odpisów z tytułu negatywnej wyceny opcji oraz innych instrumentów pochodnych, a także w sposób pośredni na kondycji segmentu korporacyjnego, co już przekłada się na wzrost ryzyka kontrahenta i wyższy poziom rezerw na ryzyko kredytowe.

Wyraźne skutki kryzysu dla sytuacji finansowej polskich banków ujawniły się w IV kwartale ub. r. i występują one oczywiście także w bieżącym roku. Mi-

mo to banki mają nadal solidne fundamenty dla dalszego rozwoju. Rodzime banki nie odnotowały strat z powodu tzw. toksycznych aktywów, z czym borykać się będą banki zagraniczne co najmniej przez 2 najbliższe lata. Polskie banki nie nabywały papierów emitowanych dla zdobycia finansowania kredytów hipotecznych za granicą. Liczne bariery prawne, które bardzo doskwierały w rozwoju sekurytyzacji zdrowych aktywów w Polsce i uniemożliwiły wykorzystanie tej drogi finansowania, *per saldo* wyszły naszemu sektorowi na dobre.

Jednolity rynek finansowy a kryzys

Integracja rynków finansowych jest jednym z kluczowych priorytetów Unii Europejskiej od początku jej powstania. Wyraźne kroki w tym kierunku zostały podjęte już w latach 1991–1993, kiedy to zakończono budowę jednolitego rynku wewnętrznego towarów i usług oraz zniesiono ograniczenia w przepływie kapitałów w ramach Unii Europejskiej (z wyjątkiem Grecji). Stąd też rok 1994 traktuje się jako początek procesu tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Kolejną przełomową datą w tym procesie było wprowadzenie z początkiem 1999 r. strefy euro. Z datą tą wiąże się przekazanie Europejskiemu Bankowi Centralnemu (EBC) kompetencji w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej. Proces wdrażania UGW zakończył się wraz z wejściem euro do obiegu gotówkowego, co miało miejsce 1 stycznia 2002 r.

Euro jest obecnie wspólną walutą 329 milionów Europejczyków, tj. prawie 70% obywateli UE. Rok 2008 wieńczył 10-lecie funkcjonowania EBC oraz utworzenia strefy euro. W czasie dekady UGW rozszerzyła się

o nowe kraje członkowskie. Obecnie obejmuje ona 16 krajów: Austrię, Belgię, Niemcy, Irlandię, Finlandię, Grecję, Hiszpanię, Francję, Włochy, Cypr, Luksemburg, Malte, Holandię, Portugalię, Słowenię i Słowację. Najnowszymi członkami UGW są Słowacja (od 1 stycznia 2009 r.) oraz Cypr i Malta, które weszły do strefy euro w 2008 r.

O zasięgu działania wspólnoty walutowej świadczą następujące dane:

1. Produkt krajowy brutto krajów strefy euro wynosi 8 889,9 mld euro, tj. 72% PKB wszystkich 27 krajów członkowskich Unii Europejskiej³;
2. Aktywa instytucji kredytowych strefy euro wynoszą 28 313 mld euro, tj. około 69% aktywów instytucji kredytowych wszystkich krajów UE;
3. W strefie euro działa 6 128 instytucji kredytowych, tj. 73% wszystkich instytucji kredytowych w UE;
4. Zbliżyony jest też stopień penetracji banków w gospodarce; relacja aktywów do PKB w strefie euro wynosiła na koniec 2007 r. 319% wobec 334% średnio w 27 krajach UE.

Jednolity rynek finansowy⁴ w okresie koniunktury na rynkach globalnych miał ważny wpływ na rozwój i stabilizację sektora bankowego. W okresie 10 lat funkcjonowania strefy euro ceny okazały się stabilne, średnioroczna inflacja wynosiła 2,1%, a stopy procentowe ustalane w ramach jednolitej polityki pieniężnej EBC miały istotny wpływ na konkurencyjność rynku. Rosła skala obrotów transgranicznych w ramach jednolitego rynku finansowego.

Kryzys finansowy nie uchronił jednak jednolitego rynku finansowego od turbulencji. Na skutek bezprecedensowych zawirowań na rynku finansowym nasiliła się zmienność we wszystkich segmentach rynku, która wzmogła niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w realnej gospodarce globalnej. Podłożem obecnego kryzysu jest nadmierny w stosunku do sfery realnej gospodarki rozwój rynków finansowych i niewspółmierny do zdolności kredytowej wzrost zadłużenia gospodarstw domowych oraz segmentu korporacyjnego.

Kryzys, zwłaszcza po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, znacząco nadwerżył wzajemnie zaufanie między wszystkimi uczestni-

Tabela 4. Inwestycje bezpośrednie i portfelowe netto w Polsce na tle grup krajów UE w relacji do PKB

	Inwestycje bezpośrednie netto do PKB w %				Inwestycje portfelowe netto do PKB w %			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Strefa euro	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6
Polska	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
UE-9 ⁽¹⁾	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
UE-12 ⁽²⁾	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7

Źródło: Raport EBC za 2008 rok, str. 101.

⁽¹⁾ Agregat UE-9 obejmuje dane dla 9 państw członkowskich spoza strefy euro, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. lub 1 stycznia 2007 r.

⁽²⁾ Agregat UE-12 obejmuje dane dla 12 państw członkowskich UE spoza strefy euro według stanu na koniec grudnia 2008 r.

kami rynku, co odbiło się na skali operacji pieniężnych i międzybankowych wykonywanych w obrocie transgranicznym.

Nastąpiło też przyspieszone wyjście inwestorów globalnych z rynku akcji, a ceny indeksu na rynku kapitałowym dramatycznie zniżkowały. Na koniec 2008 r. mierzone indeksami giełdowymi Dow Jones, EURO STOXX, Standard & Poor's 500 i Nikkei 225 ceny akcji w strefie euro, w Stanach Zjednoczonych i Japonii w ogólnym ujęciu obniżyły się w porównaniu z końcem 2007 roku odpowiednio o 46, 39 i 42%. W ujęciu sektorowym, w okresie między grudniem 2007 r. a grudniem 2008 r., zarówno w strefie euro jak i w USA największe spadki cen akcji miały miejsce w sektorze finansowym, gdzie wynosiły one odpowiednio ok. 57 oraz 51%.

Z danych zawartych w ostatnio opublikowanym raporcie EBC⁵ wynika, że w warunkach kryzysu następuje większa koncentracja banków i instytucji finansowych na transakcjach krajowych niż na obrotach w skali międzynarodowej. Na przykład udział średnich dziennych obrotów na niezabezpieczonym rynku pożyczek na rynkach krajowych wzrósł z 27,7% w 2007 r. do 31,8% w II kwartale 2008 r. W tym samym czasie udział transakcji realizowanych ponad granicami kraju w strefie euro spadł z 51,2 do 47,4%.

Znaczącemu zmniejszeniu uległy zarówno przepływy netto z tytułu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do strefy euro, jak i przepływy netto z tytułu inwestycji bezpośrednich strefy euro za granicę. Również zmniejszył się strumień inwestycji portfelowych w UGW. Ich relacja do PKB spadła z 3,5% w 2006 r. do 1,6% w roku 2008⁶.

Kryzys spowodował znaczący wzrost kosztów finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro. Jak wynika z raportu EBC, ogólny koszt finansowania wzrósł w skali roku z 4 do 5%.

Jednocześnie kryzys skutkowało ogromnymi stratami sektora bankowego i spowodował potrzebę znaczących odpisów z tytułu spadku wartości aktywów. Według MFW w latach 2009–2010 mogą one sięgnąć nawet 4,1 bln USD, z czego 60% przypadłoby na banki. Odpisy w bankach europejskich z wyłączeniem Wielkiej Brytanii zostały oszacowane przez Fundusz na około 1,1 bln USD (39%), a odpisy banków amerykańskich na 1,05 bln USD (37%). Z danych zawartych w Raporcie MFW⁷ wynika, że banki europejskie pozyskały dotąd zaledwie 40% środków potrzebnych na pokrycie strat narosłych od początku kryzysu finansowego i służących do utrzymania bezpiecznych poziomów kapitałów.

Obecnie z powodu kryzysu globalnego zapoczątkowanego na amerykańskim rynku *subprime*, jednolity rynek finansowy w Europie stanął wobec niespotykanej skali wyzwań.

Po pierwsze, okazało się, że nie wszystkie kraje tworzące strefę euro są jednakowo postrzegane przez inwestorów pod względem skali ryzyka, zwłaszcza na rynku kredytowym. Mimo tych samych stóp procentowych w całej UGW (aktualnie na poziomie 1%), koszt pozyskania finansowania jest różny. Przykładowo Irlandia czy Grecja muszą oferować inwestorom wyższą stopę zwrotu za emitowane papiery wartościowe, ponieważ ich finanse publiczne są pod wielką presją i charakteryzują się dużą nierównowagą. Generalnie większość krajów strefy euro nie wykorzystała czasu dobrej ko-

niunktury na rynkach globalnych dla przeprowadzenia niezbędnych reform, a teraz następuje przyspieszony proces ich zadłużania się w związku z realizowanymi programami stabilizacyjnymi, w ramach których mobilizowane są między innymi środki na ratowanie zagrożonych upadłością banków. W efekcie skala zadłużania niektórych krajów strefy euro przekroczyła 65% PKB, co odbija się na wzroście kosztów finansowania tak sektora publicznego jak i prywatnych emitentów⁸.

Po drugie, skala nierównowagi między sferą realną gospodarki a rynkami finansowymi z pewnością doprowadzi do głębokiej korekty tendencji, jakie miały miejsce w warunkach sprzed kryzysu. Banki na rynku europejskim stoją w obliczu głębokich procesów dostosowawczych i konieczności zredukowania swoich aktywów oraz ograniczenia skali zaabsorbowanego ryzyka do poziomu funduszy własnych. Radykalny spadek wyceny banków na rynku kapitałowym oraz wzrost kosztów pozyskania kapitałów utrudni nieodzowny proces poprawy bazy kapitałowej poprzez pozyskanie nowego kapitału. Przywracanie stanu równowagi między gospodarką realną a rynkiem finansowym będzie wymagało więcej czasu, a koszty tego procesu będą dużo większe niż początkowo sądzono. Ponadto działania ratunkowe rządów wzmacniają partykularyzmy narodowe. Kryzys pokazał, że ma miejsce preferowanie rynków rodzimych, co może się odbywać ze szkodą dla rynkowej gospodarki. Warto podkreślić, że Komisja Europejska nie zgodziła się, aby rządy krajów udzielających pomocy finansowej swoim bankom (podmiotom dominującym w międzynarodowych grupach finansowych) zakazywały inwestycji w podmiotach zależnych usytuowanych w innych krajach europejskich.

Po trzecie, kryzys wskazał na nieskuteczność i wadliwość niektórych regulacji, co w obliczu postępującej integracji rynków finansowych doprowadziło do niedoszacowania ryzyka systemowego. Za realną integracją rynków nie poszły konieczne zmiany w zakresie nadzoru nad transgranicznymi instytucjami finansowymi. Z kolei brak transparentności wielu instrumentów finansowych oferowanych w ramach sekurytyzacji doprowadził do nadmiernego rozrostu aktywów finansowych oraz ich oderwania od sfery realnej gospodarki. Ponadto regulacje określone w *Financial Services Action Plan* (FSAP)⁹ były wdrażane do porządku prawnego poszczególnych krajów ze znacznym opóźnieniem oraz mało konsekwentnie, co w istocie odbiło się negatywnie na przejrzystości działania wszystkich uczestników rynku finansowego.

Po czwarte, bardzo dużym wyzwaniem jest poprawa transparentności rynku finansowego we wszystkich jego segmentach i wobec wszystkich jego uczestników. Niektóre innowacje finansowe, jak np. sekurytyzacja aktywów i przenoszenie ich poza bilans banków nie była realizowana w sposób przejrzysty i wygenerowała dodatkowe ryzyko, przyczyniając się w istocie do dezintegracji rynku. Jego źródłem jest asymetria informacji pomiędzy poszczególnymi uczestnikami rynku.

Unia Europejska nie ma jednak innej alternatywy niż podążanie w kierunku dalszej konsolidacji rynku finansowego. Mimo piętrzących się trudności, jednolity rynek powinien być nadal strategicznym projektem realizowanym jeszcze bardziej konsekwentnie i stanowczo przez Parlament i Komisję Europejską.

Jednolity rynek finansowy jest cenną wartością dla wszystkich jego uczestników, poczynając od klientów banków, poprzez emitentów papierów wartościowych, pośredników finansowych, a na inwestorach kończąc. Tylko większy i bardziej płynny rynek finansowy będzie w stanie obniżyć koszt pozyskania pieniądza, co jest w tej chwili podstawowym czynnikiem przesądzającym o dalszym rozwoju banków.

Co dalej z polskim sektorem bankowym?

Czy w obecnych warunkach istnieje zagrożenie, że głównie akcjonariusze polskich banków wspierani w dużej części ze środków publicznych własnych rządów i banków centralnych, zdecydują się na skorygowanie swojej ekspozycji na ryzyko w Polsce? Wiązałoby się to z koniecznością „wyjścia” z naszego kraju i sprzedażą posiadanych akcji. Zbyt duże natężenie takich działań w czasie byłoby niekorzystne dla naszej gospodarki i mogłoby przynieść negatywne konsekwencje nie tylko dla stabilności rodzimego sektora bankowego, ale i całego rynku finansowego, w tym rynku kapitałowego w Polsce.

Jednoznaczna odpowiedź na to pytanie nie jest obecnie możliwa. Brak jest też konsensusu co do skali recesji i niezbędnej redukcji aktywów finansowych. Aktualne prognozy są dużo gorsze od formułowanych jeszcze parę miesięcy temu. W skrajnych rokowaniach przewiduje się nawet spadek produktu krajowego brutto w UE ponad 4%. Nie wiadomo też, jaki będzie ostateczny koszt rozwiązania problemu toksycznych aktywów w bankach i jak duży będzie nacisk polityczny, aby środki zaangażowane na ratowanie zagrożonych instytucji by-

ły wykorzystywane na wzrost akcji kredytowej wewnątrz tych krajów, a nie na wsparcie spółek zależnych działających na innych rynkach.

Wydaje się jednak, że jeśli nie zdarzą się jakieś nadzwyczajnie negatywne wydarzenia, to liczba inwestorów, która zdecyduje się na wyjście z Polski będzie znikoma, ponieważ nasz rynek pozostanie atrakcyjny jako rynek o dużym potencjale wzrostu.

O rozwoju polskich banków na zintegrowanym rynku finansowym w najbliższych latach zadecydują przede wszystkim następujące czynniki:

- a) nowe inicjatywy regulacyjne podejmowane w skali europejskiej;
- b) dostęp do zewnętrznego finansowania;
- c) efektywne zarządzanie ryzykiem;
- d) strategie działania inwestorów strategicznych wobec polskich banków.

W Unii Europejskiej nastąpi znaczące zaostrzenie regulacji działania rynków finansowych, poczynając od wyższych wymogów kapitałowych i płynnościowych banków, a na regulacjach dotyczących niektórych produktów kończąc (np. w sprawie zakresu i sposobu sekurytyzacji aktywów, czy też poziomu LtV w odniesieniu do kredytów hipotecznych).

Parlament Europejski już uchwalił nową dyrektywę zaostrzającą skalę aktywnych operacji na rynku międzybankowym. Banki będą mogły pożyczać pieniądze innym instytucjom finansowym lub dokonywać w nich lokat jedynie do kwoty 25% funduszy wła-

snych lub 150 mln euro. Zaostrzone zostaną też kryteria co do papierów dłużnych powiązanych z kredytami. Państwa członkowskie będą musiały wprowadzić zapisy nowej dyrektywy do swojego porządku regulacyjnego do października 2010 r.

Jednocześnie zapowiada się kolejne obostrzenia regulacyjne dotyczące poszczególnych produktów, czy wprowadzenie innych wymogów dla banków, a nawet rozważa się potrzebę ustalenia określonego udziału depozytów klientów, jako najbardziej stabilnego źródła finansowania w strukturze finansowania banków.

Nie kwestionując potrzeby poprawy regulacji w celu ograniczenia ryzyka systemowego w sektorze finansowym, niebezpieczne wydaje się odchylenie wahań w drugą stronę. Nadmiernie szczegółowe regulacje mogą okazać się zbyt restrykcyjne, z wszelkimi negatywnymi skutkami dla konkurencyjności i efektywności rynku.

Wszystko wskazuje na to, że nowy system regulacji doprowadzi do ograniczenia innowacyjności rynków oraz przesunięcia się strategii działania banków w stronę bardziej tradycyjnej bankowości komercyjnej. Jednocześnie na skutek nowych regulacji sektor finansowy będzie mniejszy w stosunku do sfery gospodarki realnej oraz mniej ryzykowny, ale też mniej zyskowy.

Wydaje się, że polskie banki mogą być beneficjentem tego kierunku działań, bowiem w Polsce, w porównaniu z rynkami dojrzałymi, nadal jest dużo mniejsze nasycenie takimi produktami jak: rachunki bieżące, karty płatnicze i kredytowe, kredyty oraz produkty lokacyjne. Toteż potencjał

wzrostu polskiego sektora bankowego będzie dużo większy, a skala niezbędnych dostosowań znacznie mniejsza.

Kolejnym wyzwaniem banków w obecnych warunkach jest wzmocnienie bazy kapitałowej. Banki muszą zbudować bufor kapitałowy ze względu na pogarszające się warunki makroekonomiczne oraz spadek jakości aktywów. Trzeba mieć jednak świadomość, że skala tych wyzwań w Polsce jest nieporównywalnie mniejsza niż w bankach europejskich.

O rozwoju polskich banków w kolejnych latach przesądzi dostęp do efektywnych źródeł finansowania. W wyniku kryzysu zmienia się paradygmat prowadzenia biznesu bankowego. To dostęp do pasywów wyznaczać będzie skalę ekspansji kredytowej. W warunkach niedoboru wolnego kapitału w skali globalnej oraz dużych potrzeb pożyczkowych bogatych krajów utrudnione jest pozyskiwanie środków przez kraje europejskie, które są postrzegane jako rynki mniejsze, mniej wiarygodne i bardziej ryzykowne. Należy się liczyć z tym, że nawet gdy sfera realna globalnej gospodarki wyjdzie z recesji, sytuacja sektora finansowego wciąż jeszcze i przez dłuższy okres będzie trudna. Może to oznaczać, że przez kilka lat strumień zagranicznego finansowania polskich banków pozostanie ograniczony. W tej sytuacji z większą odwagą i determinacją powinny być mobilizowane środki krajowe.

* * *

Konkludując, 5 lat członkostwa Polski w UE było korzystne dla polskich banków, przyspieszyło ich rozwój oraz poprawiło konkurencyjność. Był to naj-

lepszy okres w historii ich rozwoju, tak pod względem dynamiki, jak efektywności i produktywności, najprawdopodobniej nie do powtórzenia w kolejnych pięciu latach. Średnioroczny wskaźnik ROE netto sięgnął 21%, a wskaźnik kosztów operacyjnych do dochodów ukształtował się poniżej 55%.

Mimo kryzysu sytuacja finansowa i kapitałowa polskich banków jest nieporównywalnie lepsza od banków działających na dojrzałych rynkach europejskich. Zbudowały one solidne fundamenty do dalszego rozwoju na rynku. Nadal rozwijają biznes oraz pozyskują nowych klientów. Faktem jest, że dynamika wzrostu wolumenów została wyhamowana, toteż generowane zyski są o połowę mniejsze.

Banki polskie mają dalej potencjał rozwoju i nie czeka je tak głęboki zakres restrukturyzacji jak banki europejskie. Wynika to stąd, że ograniczenie skali działalności będzie dotyczyć tych obszarów, które w Polsce nie zdążyły się jeszcze rozwinąć. Chociaż polskie banki nie będą w stanie zwiększać portfela kredytowego w tempie 33% średniorocznie, jak to miało miejsce w ostatnich trzech latach, to jednak nadal mają one potencjał utrzymania dwucyfrowego wzrostu oraz osiągnięcia zwrotu na kapitale rzędu 12-15%, pod warunkiem że podjęte zostaną kroki na rzecz zmobilizowania wewnętrznych źródeł finansowania.

Przypisy

¹ Najszybszy wzrost sektora miał miejsce w 2008 r., kiedy to jego aktywa powiększyły się nominalnie o 31%, zwiększając penetrację banków w gospodarce o 15 punktów procentowych w ciągu roku. Był to efekt m.in. dużego udziału kredytów walutowych w strukturze portfela kredytowego dla klientów (35%) oraz osłabienia złotego.

² Od stycznia 2006 r. do bilansu zagregowanego pozostałych MIF zostały włączone dane z Funduszy Rynku Pieniężnego. Ze względu na znikomy wpływ tych danych, Departament Statystyki NBP nie dokonał szacowania porównywalnych szeregów czasowych za okresy poprzedzające styczeń 2006 r.

³ Według danych na koniec 2007 r. na podstawie raportu EBC: „European Banking Structure”, październik 2008.

⁴ Zgodnie z definicją Europejskiego Banku Centralnego, o pełnej integracji rynku finansowego możemy mówić wtedy, gdy wszyscy jego potencjalni uczestnicy; (i) działają według jednolitych reguł prawnych i mają jednakowe warunki podejmowania decyzji co do kupna/sprzedaży instrumentów finansowych; (ii) mają równy dostęp do produktów i usług finansowych; (iii) są traktowani na tym rynku na równych zasadach.

⁵ European Central Bank: „Financial Integration In Europe”, kwiecień 2009.

⁶ Raport Roczny EBC za 2008. Dane za 2008 r. odnoszą się do sumy za 4 kwartały obejmującej okres do trzeciego kwartału 2008 r.

⁷ MFV, Raport na temat stabilności systemu finansowego, kwiecień 2009.

⁸ Np. we Włoszech wynosi 106% PKB, w Grecji 98%, Francji 68% i w Niemczech 66%.

⁹ Zgodnie z założeniami FSAP integracja rynku miała zostać zakończona do końca 2005 r. poprzez wdrożenie 42 dyrektyw UE dotyczących rynku finansowego, w segmentach: hurtowym, i detalicznym.

Załącznik

Wybrane dane dotyczące polskiego sektora bankowego i banków giełdowych

Tabela 1. Zwiększenie stopnia korzystania z produktów bankowych w Polsce w latach 2004–2008						
Lp.	Banki	1Q2009	1Q2008	4Q2008	Zmiana r/r%	Zmiana kw/kw %
1	PKO BP	540,7	951,2	548,1	- 43,2	-1,4
2	Pekao	566,3	1137,5	719,3	-50,2	-21,3
3	Bank BPH	-33,8	47,1	2,5	Na	Na
4	ING BSK	80,8	173,7	-128,9	-53,5	Na
5	BZ WBK	119,0	243,1	40,8	-51,0	191,3
6	Millennium	12,1	127,0	35,6	-90,5	-66,0
7	BRE	77,2	344,6	35,2	-77,6	119,4
8	CITIBANK	46,2	180,1	122,5	-74,4	-62,3
9	Kredyt Bank	-36,5	75,0	64,6	Na	Na
10	Fortis Bank	-52,1	55,3	-104,8	Na	Na
11	BOŚ	119,0	243,1	40,8	-51,0	-191,3
12	Nordea	26,5	27,6	37,7	-4,0	- 29,7
13	Noble Bank	40,2	37,1	27,6	8,3	45,8
14	Getin Bank	103,2	126,8	65,2	-18,7	58,2
RAZEM		1608,8	3769,2	1506,2	-57,3	6,8

Źródło: Dane NBP

Tabela 2. Zysk netto banków giełdowych w I kwartale 2009 r. (w mln zł)					
	2004	2005	2006	2007	2008
Depozyty/ PKB (%)	34,2	32,8	36,2	36,4	40,0
Depozyty Detaliczne/PKB (%)	23,6	22,2	22,9	22,4	26,2
Kredyty/PKB %	26,0	27,0	31,1	37,0	46,0
Liczba rachunków internetowych (mln)	5,1	7,7	10,0	9,8	12,8
Liczba kart (mln)	16,0	20,4	23,8	26,5	30,3
Wartość transakcji kartami płatniczymi (mld zł)	156,7	187,2	218,9	265,2	304,3

Tabela 3. Rezerwy na należności w grupach banków giełdowych w latach 2007-2008 (w mln zł)

Lp.	Banki	2008	2007	Przyrost
1	PKO BP	-1 005,4	-56,6	-948,8
2	Pekao	-293,7	-320,1	26,3
3	Bank BPH	-27,0	-19,9	-7,1
4	ING BSK	-65,5	+103,2	-168,8
5	BZ WBK	-364,6	-3,9	-360,6
6	Millennium	-135,1	-66,5	-68,6
7	BRE	-269,1	-76,8	-192,3
8	CITIBANK	-153,1	+52,6	-205,6
9	Kredyt Bank	-108,2	+85,0	-193,2
10	Fortis Bank	-167,1	-41,3	-125,8
11	BOŚ	-41,4	+8,7	-50,1
12	Nordea	-2,1	-3,8	+1,7
13	Noble Bank	-5,1	+17,5	-22,5
14	Getin Bank	-379,1	-104,1	-275,1
Razem		-3 016,6	-426,1	-2 590,5

Tabela 4. Skonsolidowany zysk netto w grupach banków giełdowych

Lp.	Banki	Zysk netto			
		2008	2007	Przyrost mln zł	Przyrost %
1	PKO BP	3 300,6	2 903,6	397,0	13,7
2	Pekao	3 528,0	3 547,2	-19,3	-0,5
3	Bank BPH	113,9	178,9	-65,0	-36,3
4	ING BSK	445,4	630,7	-185,3	-29,4
5	BZ WBK	855,4	954,7	-99,2	-10,4
6	Millennium	413,4	461,6	-48,2	-10,4
7	BRE	758,7	661,0	97,7	14,8
8	CITIBANK	688,4	824,2	-135,8	-16,5
9	Kredyt Bank	324,9	390,5	-65,6	-16,8
10	Fortis Bank	78,5	177,6	-99,1	-55,8
11	BOŚ	27,5	85,6	-58,1	-67,9
12	Nordea	136,4	70,5	65,9	93,4
13	Noble Bank	151,6	126,5	25,2	19,9
14	Getin Bank	508,5	626,4	-117,8	-18,8

Tabela 5. Efektywność operacyjna grup banków giełdowych (dane skonsolidowane)

Lp.	Banki	Wskaźnik kosztów operacyjnych (C/I) %		
		2008	2007	pp
1	BPH	80,6	65,0	15,6
2	BOŚ	79,2	75,1	4,1
3	ING BSK	72,1	68,5	3,6
4	Kredyt Bank	67,5	70,1	-2,6
5	Millennium	64,4	61,8	2,5
6	Nordea	63,2	71,3	-8,1
7	CITIBANK	59,5	60,6	-1,1
8	BRE	57,7	58,1	-0,4
9	Fortis Bank	57,5	55,9	1,6
10	BZ WBK	51,2	52,8	-1,6
11	Pekao	48,0	n/a	n/a
12	Noble Bank	47,6	47,3	0,3
13	PKO BP	45,3	52,5	-7,1
14	Getin Bank	42,1	39,4	2,8

Tabela 6. Aktywa skonsolidowane banków giełdowych

Lp.	Banki	Skonsolidowane aktywa, mln zł			
		Q4 2008	Q4 2007	Przyrost mln zł	Przyrost %
1	PKO BP	134 755	108 538	26 217,6	24,2
2	Pekao	132 030	124 096	7 934,3	6,4
3	BRE	82 606	55 942	26 663,7	47,7
4	ING BSK	69 610	52 011	17 599,6	33,8
5	BZ WBK	57 838	41 319	16 519,3	40,0
6	Millennium	47 115	30 530	16 584,8	54,3
7	CITIBANK	42 825	38 908	3 917,4	10,1
8	Kredyt Bank	38 731	27 128	11 602,5	42,8
9	Getin Bank	31 293	19 005	12 287,6	64,7
10	Fortis Bank	19 869	14 211	5 658,0	39,8
11	Bank BPH	15 827	13 016	2 811,5	21,6
12	Nordea	15 764	10 239	5 524,7	54,0
13	BOŚ	11 248	9 168	2 080,3	22,7
14	Noble Bank	5 603	2 082	3 521,2	169,2

Tabela 7. Wskaźnik zwrotu na kapitale ROE netto grup banków giełdowych

Lp.	Banki	ROE netto		
		2008	2007	Przyrost pp
1	PKO BP	25,3	26,4	-1,1
2	Noble Bank	25,0	32,4	-7,5
3	Pekao	23,0	23,7	-0,7
4	BRE	21,0	22,6	-1,6
5	BZ WBK	18,4	23,0	-4,6
6	Millennium	15,5	19,5	-4,0
7	Getin Bank	15,2	24,3	-9,1
8	Nordea	13,8	9,5	4,3
9	Kredyt Bank	13,2	17,9	-4,7
10	CITIBANK	12,2	15,0	-2,8
11	ING BSK	11,1	16,6	-5,6
12	Bank BPH	7,2	11,9	-4,7
13	Fortis Bank	6,6	16,6	-10,0
14	BOŚ	2,9	10,6	-7,7

Czy rynek kapitałowy w UE sprosta nowym wyzwaniom?

W marcu 2000 r. przywódcy państw europejskich przyjęli Strategię Lizbońską, która w ich zamiarze miała się przyczynić do przekształcenia Unii Europejskiej w najbardziej konkurencyjną i dynamiczną gospodarkę na świecie. Jednym z filarów Strategii Lizbońskiej były cele związane z integracją rynków finansowych w Europie. Jak wygląda realizacja celów zakreślonych w Strategii Lizbońskiej po niemal dekadzie od jej przyjęcia? Jak obecny kryzys finansowy wpłynie na spółki poszukujące kapitału oraz na decyzje inwestorów?

Szczegółowy plan Strategii Lizbońskiej w ramach rynków finansowych oraz metody jego realizacji zostały opisane w dokumencie Plan działania w zakresie usług finansowych (*Financial Services Action Plan*) przedstawionym przez Komisję Europejską w 1999 r. Jednym z priorytetów planu był taki rozwój rynku kapitałowego, który przyczyniłby się do wzrostu gospodarki Unii Europejskiej poprzez odpowiedni dostęp przedsiębiorstw do źró-

deł finansowania oraz efektywną alokację kapitału przez inwestorów. Plan ten zakładał, że osiągnięcie ogólnego celu w zakresie rynku kapitałowego zostanie zapewnione dzięki realizacji następujących celów strategicznych:

- stworzenie jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych;
- stworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego;
- wprowadzenie nowoczesnych zasad ostrożnościowych i systemu nadzoru nad rynkami finansowymi;
- stworzenie lepszych warunków do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego (głównie poprzez zmiany przepisów podatkowych).

Pojedyncze cele zakładały uchwalenie odpowiednich dyrektyw i rozporządzeń, które następnie mia-

ły być wdrożone do ustawodawstwa poszczególnych państw członkowskich. Pierwszy z wymienionych celów był najbardziej ambitny i wiązał się z uchwaleniem kilku istotnych aktów prawnych. Zostały one przyjęte przez Komisję Europejską i proces zatwierdzenia ich przez państwa członkowskie dobiega końca. Wśród najważniejszych aktów prawnych są:

- Dyrektywa 2004/39 w sprawie rynków instrumentów finansowych. Dyrektywa ta jest nastawiona głównie na działalność firm inwestycyjnych oraz ochronę inwestorów. Celem dyrektywy jest zwiększenie przejrzystości działania domów maklerskich i banków inwestycyjnych oraz zapewnienie wspólnych ram prawnych dla usług inwestycyjnych w ramach UE. Drugim istotnym celem jest zwiększenie harmonizacji usług w celu zapewnienia wyższego poziomu ochrony inwestycji.
- Dyrektywa 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych. Dyrektywa, wraz z odpowiednim rozporządzeniem i rekomendacjami wydanymi przez Europejski Komitet Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych, wprowadziła zasadę paszportową dla prospektów emisyjnych zatwierdzonych przez odpowiednie organy nadzoru wewnątrz Unii Europejskiej. Oznacza to, że prospekt zatwierdzony przez organ nadzoru w jednym z państw członkowskich UE jest ważny na całym jej terytorium. Dyrektywa oraz rozporządzenie wprowadzające ją w życie znacznie ułatwiają analizę dokumentów ofertowych przez inwestorów. Dzięki tej dyrektywie schemat prospektów emisyjnych oraz ich zawartość są obecnie w znacznym stopniu ujednoczone. Warto zaznaczyć, że Dyrektywa o prospekcie nie obejmuje rynków regulowanych przez giełdy (w tym warszawskiego rynku NewConnect). Wymogi informacyjne w zakresie dokumentów ofertowych w przypadku tego typu rynków są ustalane przez prowadzące je odpowiednie giełdy.
- Dyrektywa 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Dyrektywa określa między innymi zakres informacji, jakie powinny zostać zamieszczone w raportach giełdowych, terminy raportowania sprawozdań finansowych czy zasady dostępności publicznych informacji dla inwestorów. Zwiększone zasady przejrzystości powinny więc zapewnić inwestorom odpowiedni dostęp do informacji w sprawozdaniach finansowych czy raportach bieżących.
- Rozporządzenie (WE) 1606/2002 w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości dla emitentów sporządzających skonsolidowane sprawozdania finansowe. Rozporządzenie to ujednościło stosowane zasady rachunkowości dla emitentów notowanych na giełdzie, którzy stanowią grupę kapitałową. Zgodnie z tym rozporządzeniem, skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek publicznych muszą być sporządzane zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości / Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej przyjętymi do stosowania w Unii Europejskiej.

Uchwalenie tych aktów prawnych oraz realizacja pozostałych celów Strategii Lizbońskiej w zakresie rynku kapitałowego daje dobre legislacyjne podstawy do funkcjonowania jednolitego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej. Jednak niektóre elementy rynku kapitałowego wciąż wymagają usprawnienia, co zostało podkreślone przez rekomendacje grupy ekspertów Komisji Europejskiej. Należą do nich:

- usprawnienie i zacieśnienie współpracy pomiędzy podmiotami nadzorującymi rynki narodowe. Warto wspomnieć tutaj o roli Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych, do którego należy polska Komisja Nadzoru Finansowego;
- usprawnienie integracji infrastruktury depozytowo-rozliczeniowej w obliczu integracji poszczególnych giełd papierów wartościowych w Unii Europejskiej;
- w celu zwiększenia szans na trwały wzrost gospodarczy w Europie należy między innymi zwiększyć zakres finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy. Obecnie dla tego typu podmiotów proces pozyskania środków z rynku kapitałowego jest względnie kosztowny, choć w ostatnich latach dynamicznie rozwijają się alternatywne platformy obrotu akcjami mniejszych przedsiębiorstw, m.in. londyński AIM, frankfurcki Entry Standard, międzynarodowy NYSE Alternext (zdominowany przez spółki notowane w Paryżu), czy warszawski NewConnect. Należy jednak zwrócić uwagę na odpowiednią ochronę inwestorów poprzez dostęp do informacji o tych spółkach;

- rozwój zasad dobrych praktyk (*corporate governance*).

Należy równocześnie zwrócić uwagę, aby rynek kapitałowy w Unii Europejskiej nie był przeregulowany oraz żeby liczba regulacji i przepisów szła w parze z jakością. Wydaje się, że ogólna koncepcja rozwoju rynku kapitałowego zmierza w dobrą stronę – przepisy UE skupiają się na ochronie inwestorów m.in. poprzez usprawnienie polityki informacyjnej spółek publicznych. Z kolei spółki mogą pozyskać kapitał w procesie, który nie jest za nadto uciążliwy.

Integracja rynków kapitałowych

Nieustającym procesem, który nie ominął rynków kapitałowych, jest globalizacja. W ciągu ostatnich kilku lat nastąpiło kilka procesów integracyjnych giełd papierów wartościowych. Na początku miała miejsce fuzja największych giełd z Francji, Holandii, Belgii i Portugalii w 2000 r. Utworzyły one ponadkrajowy rynek Euronext. W 2006 r. do tego sojuszu dołączyła nowojorska giełda papierów wartościowych tworząc największy pod względem kapitalizacji rynek kapitałowy na świecie – NYSE Euronext. Na podobny krok zdecydowały się skandynawski OMX będący sojuszem giełd ze Skandynawii i krajów bałtyckich oraz nowojorski NASDAQ tworząc kolejny transatlantycki rynek. Z kolei w 2007 r. w procesie prywatyzacji mediolańskiej giełdy Borsa Italiana wzięła udział największa giełda w Wielkiej Brytanii, London Stock Exchange.

W procesie integracji rynków kapitałowych ma szansę także wziąć udział Giełda Papierów War-

tościowych w Warszawie, której formuła prywatyzacji przewiduje inwestora branżowego. Wśród faworytów wymienia się wspomniane NYSE Euro-next, NASDAQ OMX, London Stock Exchange oraz Deutsche Börse. Bez względu na to, z kim związane się warszawska GPW, głównym celem powinna być kontynuacja budowy regionalnego centrum finansowego obejmującego obszar Europy Środkowej i Wschodniej.

Kryzys wyzwaniem dla rynków kapitałowych

Procesy globalizacyjne w światowej gospodarce oraz postępująca integracja rynków finansowych skutkują podwyższonym ryzykiem inwestycji w instrumenty o niskim stopniu bezpieczeństwa. Dla inwestorów otworem stanęły kraje dawniej wyłączone z globalnej gospodarki – rynki wschodzące, a instytucje finansowe zdywersyfikowały swoje portfele, obejmując nimi aktywa z całego świata (zjawisko to ułatwił postęp technologiczny, zwłaszcza w dziedzinie telekomunikacji). Mimo, iż dywersyfikacja portfela zmniejsza ryzyko inwestycyjne, to globalizacja oznacza jednocześnie zmniejszenie możliwości nadzoru nad działalnością instytucji finansowych. Globalizacja utrudnia również ocenę ryzyka związanego z inwestycjami. Powoduje, że łatwiejszy staje się proces formowania się i utrzymywania długookresowej nierównowagi oraz powoduje wzrost ryzyka rozprzestrzeniania się kryzysów finansowych w drodze „zarażania się” od innych krajów.

Obecny kryzys finansowy stanowi niewątpliwie ogromne wyzwanie dla rynku kapitałowego Unii Europejskiej. Silne związki łączące gospodarki naro-

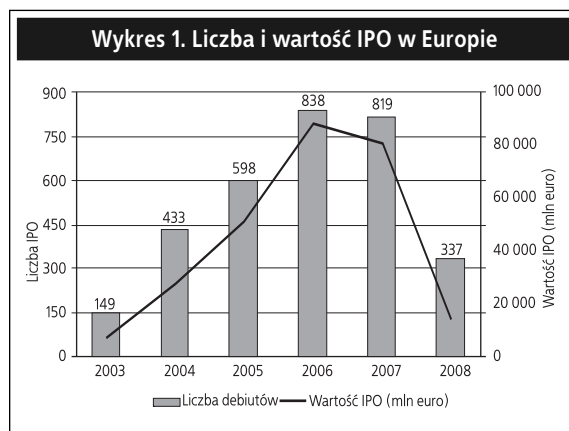
dowe państw UE z globalnym rynkiem finansowym powodują, że negatywne tendencje w globalnej gospodarce przekładają się bezpośrednio na sytuację przedsiębiorstw, także w Polsce. Bardzo dobrym tego przykładem jest gwałtowny rozwój rynku instrumentów pochodnych. Łączna nominalna wartość instrumentów pochodnych, którymi obracano na globalnym rynku w 1998 r., wynosiła według Banku Rozrachunków Międzynarodowych 72 biliony USD, podczas gdy w roku 2008 były to już 683 biliony USD. Instrumenty pochodne są przydatne jako narzędzia sprzedawania i odkupowania ryzyka przez podmioty, które są na nie narażone lub które chcą je zdywersyfikować. Z instrumentami pochodnymi wiąże się jednak kilka problemów. Po pierwsze, mogą być one używane zarówno w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem, jak i w celu czysto spekulacyjnym. Po drugie, wielopiętrowa konstrukcja instrumentów pochodnych (dochód zależny od zmiany wartości innych aktywów) utrudnia szacowanie ryzyka, a czasem może sugerować, że ryzyko w ogóle zniknęło, choć w oczywisty sposób tego elementu z operacji finansowych wyeliminować się nie da. Po trzecie, wzrost popytu i rozwój spekulacji na rynku instrumentów pochodnych prowadzi do niemal dowolnego mnożenia aktywów finansowych poprzez wypuszczanie na rynek nowych instrumentów, opartych na innych aktywach. Wszystkie te zjawiska wystąpiły w ciągu ostatniego ćwierćwiecza, a eksplodującego charakteru nabrały w latach 2002-2007 (wartość rynku instrumentów pochodnych niemal podwajała się w okresie 2 lat).

Równie poważnym wyzwaniem dla rynku kapitałowego wewnątrz UE są następujące po sobie fale irracjonalnego optymizmu i pesymizmu. Skala przewartościowania aktywów, zwłaszcza cen akcji i cen

nieruchomości, jaka miała miejsce w latach 2002-2007 w USA oraz w wielu krajach UE, doprowadziła do utworzenia kredytowej bańki spekulacyjnej. Skrajny optymizm i pesymizm wśród uczestników rynku kapitałowego jest przedmiotem badania psychologii inwestowania, natomiast obecny kryzys obniżył lekkomyślność i brak odpowiednich procedur zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych, a także nie dość skuteczny nadzór nad tymi instytucjami oraz niewłaściwe systemy motywacyjne. W efekcie niektóre kraje UE (Wielka Brytania, Irlandia, Hiszpania) wpadły w pułapkę nadmiernego zadłużenia, która ujawniła się w momencie spadku cen nieruchomości. Problemy z kredytami hipotecznymi przeniosły się w krótkim czasie na rynek międzybankowy, a w ślad za tym utrudniony został dostęp przedsiębiorstw do kredytu. Obecnie obserwujemy już recesję w całej Unii Europejskiej, która według najnowszych prognoz ma potrwać do 2010 roku¹.

Pozyskiwanie funduszy na rynku kapitałowym

Spadek zaufania do rynków finansowych spowodował dodatkowy problem pozyskania finansowania dla firm – w ostatnim czasie obok znacznego wzrostu kosztów kredytu, nastąpiło znaczące spowolnienie na rynku pierwszych ofert publicznych (IPO – Initial Public Offering) na europejskich rynkach kapitałowych. Najnowsza publikacja PricewaterhouseCoopers dotycząca debiutów giełdowych (IPO Watch Europe 2008), badająca zarówno liczbę, jak i wartość pierwszych ofert publicznych na najważniejszych giełdach europejskich, wskazuje na znaczące spowolnienie na rynku IPO w 2008 r. oraz niekorzystne perspektywy dla rynku pierwotnego w roku 2009.



W 2008 roku liczba debiutów na najważniejszych rynkach europejskich spadła o 59%, z 819 w roku 2007 do 337 w roku 2008. Jeszcze większy spadek (83%) odnotowano pod względem wartości ofert. Łączna wartość IPO na najważniejszych rynkach w Europie w roku 2008 wyniosła 14 mld euro, w porównaniu do 80 mld euro w 2007 r. W 2008 roku miał również miejsce znaczący spadek średniej wartości ofert, która wyniosła 55 mln euro wobec 115 mln euro odnotowanych w roku poprzednim.

Co nas czeka w przyszłości?

Załamaniem na rynkach finansowych oraz wynikającą z niego utratą zaufania przez inwestorów doprowadziły do znaczących spadków wycen papierów wartościowych i spowodowały odpływ kapitału do lokat bankowych oraz innych instrumentów charakteryzujących się większym poziomem bezpieczeństwa, takich jak na przykład obligacje skarbowe.

Jak pokazuje historia poprzednich kryzysów, aktywność na rynku kapitałowym jest poprzedzona zwiększoną popularnością instrumentów dłuż-

nych, w szczególności w sytuacjach, w których władze monetarne dążą do pobudzenia gospodarki przez obniżki stóp procentowych. Takiego scenariusza można się spodziewać, zwłaszcza jeśli obecne poziomy stóp procentowych zostaną utrzymane lub stopy będą dalej obniżane, a dzisiejszy brak zaufania do potencjalnych kredytobiorców zostanie zastąpiony przez chęć zwiększenia zyskowności z inwestycji. W dalszych okresach można spodziewać się zwiększonej emisji obligacji zamiennych lub obligacji zabezpieczonych na aktywach, co da potencjalnym inwestorom możliwość uzyskania dodatkowych korzyści lub uzyskania dodatkowego zabezpieczenia, a spółkom zapewni obniżenie kosztu finansowania.

Znaczące spowolnienie na rynkach IPO w UE prawdopodobnie utrzyma się jeszcze w 2009 r. Trendy występujące na rynku IPO podążają zazwyczaj za zmianami cyklu gospodarczego, przy czym liczba i wartość ofert publicznych są mocno skorelowane z cenami akcji na rynkach kapitałowych. Zjawisko to widoczne było szczególnie w latach 80. i 90. XX wieku, kiedy to wysokie liczby i wartości IPO towarzyszyły okresom silnego wzrostu gospodarczego i wzrastających kursów akcji na giełdach. Tym samym trendem tłumaczyć też należy małe liczby i wartości ofert publicznych w późnych latach 70. i wczesnych latach 90. XX wieku, jak również w pierwszych latach XXI wieku, kiedy to wystąpiły zjawiska recesyjne lub okresy mocnego spowolnienia gospodarczego.

Zgodnie z powyższym, ożywienia na rynku IPO należy się spodziewać dopiero wówczas, gdy pojawią się pierwsze sygnały zmiany niekorzystnych tendencji w gospodarce. W przeszłości zmiany tren-

dów na rynkach kapitałowych wyprzedzały zmiany cyklu gospodarczego o 4-6 miesięcy. Rynek IPO będzie podążał za tym trendem, jednak z pewnym opóźnieniem, jako że sam proces oferty publicznej zajmuje zazwyczaj co najmniej kilka miesięcy. Należy również oczekiwać, iż w pierwszej fazie ożywienia dominować będą IPO dużych spółek lub tych pochodzących z branż najmniej dotkniętych przez obecne spowolnienie.

Przypisy

¹ Według szacunków i prognoz The Economic Intelligence Unit, dynamika PKB w UE27 w latach 2009 i 2010 będzie wynosić odpowiednio -4,1% oraz -0,5%.

Czy kryzys przyspieszy tworzenie europejskiego jednolitego rynku finansowego?

Determinanty finansowej integracji

Wspólne regulacje to najważniejsze determinanty finansowej integracji. Jeśli będą jednolite, to pozwolą na efektywny dostęp do rynku. Nie mogą faworyzować żadnego regionu, kraju czy instytucji. Regulacje muszą być spójne, czyli wykluczające arbitraż regulacyjny, to znaczy przenoszenie działalności finansowej do krajów, w których normy ostrożnościowe są łagodniejsze. Jednolite normy powinny się przede wszystkim odnosić do wymogu kapitałowego. Istotną kwestią są również regulacje działalności operacyjnej. Standardy funkcjonowania muszą być spójne, jeśli produkt na wspólnym rynku finansowym ma być traktowany w sposób jednolity, szczególnie w odniesieniu do analizy ryzyka. Ważnym problemem jest również przedmiot regulacji, a więc rozstrzygnięcie czy powinniśmy regulować tylko instytucje, czy też instytucje i wybra-

ne produkty. Przeważająca część ekspertów uważa, że regulacje powinny dotyczyć jedynie instytucji, ponieważ produkty tak szybko się zmieniają, że regulacje nie nadążąłyby za zmianami. Należy jednak pamiętać, że obecny kryzys finansowy pokazał jak niebezpieczne mogą być dla całego systemu pewne produkty finansowe, na przykład obligacje strukturyzowane (CDO). Kolejny istotny, zwłaszcza dzisiaj, wyznacznik finansowej integracji to spójny system gwarancyjny. Kryzys finansowy spowodował zatrzymanie, a nawet cofnięcie procesu tworzenia tego systemu na wspólnym unijnym rynku, bowiem niektóre kraje wprowadziły własne zasady gwarancyjne. Kwestią istotną są również spójne przepisy podatkowe. Zintegrowany rynek finansowy powinien również wykluczać arbitraż podatkowy. We wszystkich krajach Unii system podatkowy musi być jednolity dla dochodów uzyskiwanych z operacji finansowych. Przykładowo, zasady podatku od zysków kapitałowych

powinny być takie same we wszystkich krajach UE. W przeciwnym wypadku natychmiast dojdzie do arbitrażu i alokacji oszczędności tam, gdzie opodatkowanie jest korzystniejsze.

Finansowa integracja nie zależy jedynie od regulatorów. Równie wiele do zrobienia mają instytucje finansowe. Ważna jest technologia. Bardzo wiele produktów bankowych oferowanych jest w internecie. Wirtualna komunikacja klient – bank stała się powszechna. Uelastycznia to konkurencję i służy klientowi. Jednak nie wszystkie elementy systemu finansowego zostały zunifikowane przez technologię, np. analiza ryzyka kredytowego, czy też analiza wartości zabezpieczeń. Część rynków już radzi sobie z tym problemem. Na przykład na podstawie kodu pocztowego można określić wartość nieruchomości w Londynie, ale, niestety, nie w Warszawie. Kwestia tworzenia zasobów rzetelnych informacji, które pozwalają na jednolitą wycenę ryzyka jest kluczowa. Jednak problemu jednolitego sposobu podejścia do ryzyka wielu finansistów nie zauważa. Na przykład w Stanach Zjednoczonych zachowanie ubezpieczycieli jest w tej kwestii jednolite, ponieważ system informacji o wypadkowości (liczbie spowodowanych wypadków samochodowych) ubezpieczających się osób dla wszystkich ubezpieczycieli jest powszechnie dostępna. Tym samym klient o określonym poziomie ryzyka wypadku otrzymuje ofertę składki ubezpieczeniowej na zbliżonym poziomie, niezależnie od firmy ubezpieczeniowej. Zatem firmy ograniczają konkurowanie o klienta przy pomocy wyższych norm ryzyka.

Istotnym wyznacznikiem finansowej integracji jest również otoczenie instytucjonalne. Sektor fi-

nansowy musi być zakotwiczony w sektorze publicznym. Jaki sektor publiczny, taki, czasami, sektor finansowy w danym kraju. Jeśli o tym zapomnimy, że poziom rozwoju sektora publicznego w dużym warunkuje właściwe funkcjonowanie systemu finansowego, to nie zrozumiemy dlaczego koszt niektórych usług finansowych potrafi być znacznie wyższy i nie daje się go obniżyć mimo procesu integracji. Jakość państwa, na przykład sądownictwa, systemu egzekwowania prawa potrafi wpływać na decyzje finansowe w równym stopniu jak czynniki kształtujące ryzyko rynkowe.

Analizując procesy integracyjne należy również pamiętać o strukturze rynku. Wydawało się, że dotychczasowe procesy konsolidacyjne, powstawanie firm ponadnarodowych, funkcjonujących w wielu segmentach rynku finansowego powinny przyspieszyć integrację finansową. Jednak obecny kryzys pokazał, że zbyt daleko posunięty proces konsolidacji może ułatwiać przenoszenie się zjawisk kryzysowych oraz grozić stabilności systemu, na przykład w przypadku groźby upadku bardzo dużej korporacji międzynarodowej.

Kryzys a finansowa integracja

W warunkach globalizacji rynków finansowych i powstawania finansowych gigantów deregulacja po części stała się źródłem obecnego kryzysu. To, co wydawało się wielką zaletą zintegrowanych rynków finansowych w sytuacji kryzysowej obróciło się przeciwko rynkom. Pojawił się efekt epidemii, tzn. żaden zintegrowany rynek finansowy, przez który przechodziło tsunami finansowe, nie znalazł barier naturalnego oporu, na których zatrzymałby się

kryzys. Wprost przeciwnie, kryzys przetaczał się z jednego kraju do drugiego, z jednego produktu na drugi i z jednego segmentu rynku na pozostałe. Okazało się też, że oligopolistyczny rynek z dominacją wielkich firm doprowadził do sytuacji powszechnego braku zaufania.

Duże korporacje wykorzystały arbitraż regulacyjny tworząc spółki słabe kapitałowo, akceptujące wysokie ryzyko płynności. Zatem luki regulacyjne pozwoliły na powstanie instytucji finansowych, których nie obejmowały restrykcyjne normy ostrożnościowe. Powstałe spółki SIV-sy (*Structured Investment Vehicle*) stworzyły instytucjonalną „dziurę”, przez którą wlały się ryzykowne aktywa do sektora finansowego. Również okazało się, że niedostateczne były regulowane nowe, skomplikowane produkty finansowe. Obligacje strukturyzowane, cud finansowej techniki pozwalający „spakować” każdy ryzykowny instrument finansowy, nie miały właściwych norm oceny ryzyka. W praktyce za wycenę ryzyka odpowiadały agencje ratingowe. Skutki tego mechanizmu każdy dzisiaj widzi. Jeśli nie chcemy regulować obligacji strukturyzowanych, to trzeba chociaż regulować agencje.

Bańki spekulacyjne, jedne z przyczyn kryzysu, na ogół analizowane są w kontekście właściwego prowadzenia polityki monetarnej, to znaczy odpowiedniego momentu jej przekłucia przez zaostrzoną politykę pieniężną. Jednak, czy nie powinien tym problemem zająć się również nadzór? Czy nie powinniśmy pomyśleć o pewnych rozwiązaniach fiskalnych? Na przykład ekonomiści wiele dyskutowali o podatku Tobina, podatku nakładanego na zyski spekulacyjne. W pewnej mierze bańki sta-

ły się produktem procyklicznie działających mechanizmów regulacyjnych. Dodatkowo okazało się, że w warunkach kryzysu pewne mechanizmy ładu finansowego nie działają. Na przykład zasady rachunkowości opierające system wyceny na regule *marked-to-market* zamiast chronić system finansowy działały przeciwko niemu. Stąd powrót do kwestii odpowiednich regulacji w zakresie rachunkowości. Spór, czy utrzymać *marked-to-market*, czy znaleźć inny instrument, co nie będzie łatwe, zapewne będzie trwał i dzisiaj trudno przewidzieć jak się skończy.

Kolejną kwestią, którą dopiero dzisiaj dobrze wiadać, jest dominacja mikronadzoru. Dotychczas nadzór krajowy kontrolował instytucje, w niektórych krajach, tak jak w Polsce, kredyty hipoteczne. Nikt natomiast nie zajmował się makronadzorem, czyli właściwymi proporcjami między sektorem finansowym i resztą gospodarki. Przykładowo, Islandia zbudowała sektor finansowy o wartości aktywów siedmiokrotnie przewyższających PKB. Proporcje w skali makro zostały naruszone przez niekontrolowany, z punktu widzenia makroproporcji, wzrost rynku finansowego. Zlekceważono skalę dopuszczalnego dla kraju lewara finansowego. W rezultacie, mimo że pojedyncze instytucje finansowe przestrzegały norm, to jednak nastąpiło zachwianie zaufania do banków z Islandii i odpływ zagranicznego kapitału. W raporcie grupy kierowanej przez Jacquesa de Larosiere’a zwrócono uwagę na konieczność zbudowania systemu makronadzoru i odpowiednie jego zintegrowanie z istniejącym mikronadzorem.

Następnym czynnikiem, który stał się bardzo ważny w świetle ostatnich doświadczeń jest ryzy-

ko płynności. Wydawałoby się, że jest ono w pełni kontrolowane. Niestety, okazuje się, że luki w systemie nadzorowania i regulowania instytucji i produktów pozwoliły na zlekceważenie ryzyka płynności. Wspomniane już problemy z płynnością SIV-sów są najlepszym przykładem.

I wreszcie ostatni czynnik związany z kryzysem, powszechne oddzielenie sprzedaży produktów finansowych od ponoszenia ryzyka. Chociaż przykład Stanów Zjednoczonych pokazał, że system taki może być dobrym rozwiązaniem (oddzielenie sprzedaży kredytów hipotecznych od ponoszenia ryzyka kredytowego), to należy pamiętać, że może on funkcjonować tylko w określonych warunkach. Jeżeli ten system trafi na luźną politykę monetarną, możliwość arbitrażu regulacyjnego i słaby nadzór finansowy, to wówczas jego zalety w postaci szybkiego wzrostu sprzedaży nie zrekompensują strat związanych z ponoszeniem nadmiernego ryzyka.

Reasumując, kiedy zintegrowany rynek finansowy trafia na kryzys i nie ma odpowiednich mechanizmów regulacyjnych, skutki są o wiele głębsze i dotkliwsze niż na rynkach odizolowanych. Klasycznym przykładem jest polski rynek finansowy. To, że finansowe tsunami nie wyrzuciło polskiego rynku zawdzięczamy po pierwsze – ograniczonemu zakresowi penetracji kapitału; ryzyko kraju było o wiele bardziej wyważone i kapitał nie płynął szerokim strumieniem jak w innych krajach. Po drugie, okazało się, że absorpcja nowych produktów finansowych była ograniczona (biorąc pod uwagę doświadczenie z opcjami walutowymi lepiej nie przewidywać, co by się działo, gdyby absorpcja była większa). Po trzecie, polski rynek finansowy jest

płytki, a koszty administracyjne związane z usługami finansowymi są stosunkowo wysokie.

Integracja finansowa Wschód–Zachód

W praktyce integracja rynku finansowego krajów Europy Zachodniej jest faktem. Decydują o tym zbliżone produkty finansowe, podobny model funkcjonowania instytucji oraz operowanie poza własnym, krajowym rynkiem. Oczywiście różnice w sposobie prowadzenia biznesu istnieją, co szczególnie widać przy negocjowaniu unijnych dyrektyw. Najbardziej widoczne są spory pomiędzy Wielką Brytanią a Europą kontynentalną. Jednak dla klienta banków rynek zachodniej Europy na pewno jest zintegrowany. Wydaje się, że *clou* integracji europejskiego rynku finansowego to dokonanie integracji Wschodu z Zachodem Europy. Taka głęboka integracja jest tylko kwestią czasu. Problemem są jedynie warunki na jakich integracja będzie przebiegać.

Wydaje się, że podstawową kwestią jest reforma sektora usług publicznych, czyli budowa nowoczesnych instytucji związanych z obrotem finansowym. Wystarczy przypatrzeć się funkcjonowaniu polskiego sądownictwa, systemowi ksiąg wieczystych, szybkości wydawania rozstrzygnięć w sprawach administracyjnych. Niestety, to wszystko jest kulą u nogi finansowej integracji. Trudno zakładać, że polski sektor publiczny szybko się zreformuje. Może zatem należy pomyśleć o prywatyzacji części usług publicznych dla sektora finansowego. Na przykład usługi związane z rejestrem ksiąg wieczystych można oddać w ręce prywatnych agencji pozosta-

wiając sądowni tylko prawne decyzje. Z kolei spory między poszczególnymi podmiotami gospodarczymi mogłyby rozwiązywać sądy polubowne.

Następną istotną sprawą związaną z budową zintegrowanego rynku finansowego są wspólne europejskie regulacje i konsolidacja działań nadzorczych. Wydaje się, że w polskim interesie leży analiza tego problemu z makroekonomicznego punktu widzenia. Boom napływu środków finansowych (szczególnie po wejściu Polski do strefy euro, kiedy stopy procentowe gwałtownie dostosują swój poziom do obowiązującego w eurolandzie) oznacza możliwość wykreowania bąbla spekulacyjnego. Konieczne jest zatem określenie dopuszczalnego poziomu absorpcji zewnętrznych oszczędności. Analiza dynamiki wzrostu sektora finansowego powinna również uwzględniać formy napływu wewnętrznych środków. Ustalenie odpowiednich makroproporcji powinno prowadzić do dostosowania mikroinstrumentów nadzorczych, które pozwolą zapanować nad procesem tworzenia bańki spekulacyjnej i umożliwią jej przekłucie.

Zatem mówiąc o wspólnej polityce regulacyjnej musimy pamiętać, że na naszym rynku może się utworzyć bańka spekulacyjna, że polskie firmy nie są gotowe do absorpcji wszystkich produktów oferowanych przez zachodni rynek finansowy. Jeśli Polska zdecyduje się na konsolidację nadzoru, to konieczne trzeba przewidzieć stopniową ścieżkę tworzenia wspólnych reguł nadzorczych, na przykład w formie czasowej derogacji. Zapewni to krajom Europy Wschodniej czas na dostosowanie rynków, klientów i produktów do funkcjonowania na bogatym w instrumenty finansowe zintegrowanym rynku europejskim. Wprowadzenie okresów przej-

ściowych szczególnie ważne jest w liberalizowaniu norm ryzyka. Wreszcie, niezwykle istotne jest także „uczciwe” wyznaczenie wymogów kapitałowych. Pamiętajmy, że duże korporacje mają o wiele większe możliwości oszczędnego zarządzania kapitałem, zatem mają o wiele większą dźwignię finansową. Tym samym zawsze będą bardziej konkurencyjne niż małe instytucje finansowe Europy Centralnej i Wschodniej. Europa jest pod wpływem idei oszczędnego zarządzania kapitałem i budowania wymogów w skali całej grupy a nie poszczególnych podmiotów. Należy jednak pamiętać, że koncepcja ta z góry wyznacza inną pozycję konkurencyjną małym i dużym instytucjom finansowym. Obecne doświadczenia pokazują jak niebezpieczne jest budowanie olbrzymich molochów finansowych, które ze względu na swoją wielkość stwarzają systemowe zagrożenie.

Wydaje się, że integracja rynku wschodniego i zachodniego rynku finansowego wymaga utrzymania nadzoru produktowego (certyfikacji produktów), zwłaszcza dotyczy to produktów szczególnie podatnych na powstanie bańki spekulacyjnej. Powinna więc funkcjonować standaryzacja pewnych produktów a możliwe wyłączenia od norm muszą skutkować wyższym wymogiem kapitałowym. Gdyby w Stanach Zjednoczonych nie powstał, poza systemem związanym z Freddie Mac i Fannie Mae, rynek kredytów *subprime to* w dalszym ciągu kredyty hipoteczne obowiązywałyby bezpieczny system oparty na standaryzacji i nie doszłoby do kryzysu finansowego.

Prawo unijne szczególnie powinno chronić klientów sektora finansowego. W Polsce wiele mówi się o MiFID (*Markets in Financial Instruments Direc-*

tive), czyli dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych. Zapewne lepiej byłoby przyspieszyć jej wprowadzenie niż o niej jedynie dyskutować. Szczęśliwie, część polskich instytucji finansowych nie czekając na legislatorów, czyli na formalne wprowadzenie przepisów MiFID stosuje tę dyrektywę.

Wreszcie, ostatni czynnik integracji Wschód–Zachód, czyli europejski system promocji rozwoju sektora finansowego. Jeżeli zakładamy wspólny rozwój europejskiego sektora finansowego, to powinniśmy również myśleć o wspólnym, awaryjnym kreowaniu bazy kapitałowej. Unijna proaktywna polityka polegałaby na wprowadzeniu warunkowych linii dokapitalizowania instytucji finansowych. Zrealizowanie tego pomysłu pozwoliłoby na wyrównanie szans w procesie integracyjnym między Wschodem a Zachodem.

Z e s z y t y B R E - C A S E

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
	Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych

Z e s z y t y B R E - C A S E

58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103	Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej