

**Jan Borowiec**

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

## **RYNKI FINANSOWE JAKO DETERMINANTA KONKURENCYJNOŚCI REGIONÓW UNII EUROPEJSKIEJ**

### **1. Wstęp**

Rynki finansowe, uważane za istotną determinantę konkurencyjności regionów, odgrywają zasadniczą rolę w rozwoju regionalnym. Od stopnia ich rozwoju zależy bowiem zarówno skuteczność mobilizacji oszczędności wewnętrznych, jak i efektywność alokacji czynników produkcji. Poziom stóp procentowych, najważniejsza zmienna finansowa, jest uwarunkowany nie tylko czynnikami rynkowymi, tj. popytem na różne aktywa finansowe oraz ich podażą. Ważne są także ramy prawne funkcjonowania rynków finansowych, określające m.in. przejrzystość tych rynków oraz stopień ochrony inwestorów. Ponadto elastyczność rynków umożliwi finansowanie projektów o zróżnicowanym stopniu ryzyka w stale zmieniającej się gospodarce. Elastyczność taką może zapewnić struktura finansowa, której podstawę stanowią odpowiednio rozwinięta sieć instytucji kredytowych oraz dobrze funkcjonujący rynek papierów wartościowych.

W Unii Europejskiej rynki finansowe są już w dużym stopniu zintegrowane. Ich integracja pociągnęła za sobą poprawę efektywności alokacji czynników produkcji w regionach. Zmieniła ona także finansowe czynniki regionalnej konkurencyjności, ponieważ ułatwiła dostęp regionów do kapitału zagranicznego oraz zapewniła większą różnorodność produktów finansowych, lepszą przejrzystość rynków finansowych oraz większą ich stabilność.

### **2. Struktura rynków finansowych w UE**

Wpływ rynków finansowych na konkurencyjność regionów zależy głównie od regionalnej sieci banków, obecności instytucji *venture capital*, złożoności i czasochłonności procedur

udzielania kredytów, umiejętności analizowania i oceniania przez banki efektywności projektów inwestycyjnych przedsiębiorstw, warunków dostępu do rynku instrumentów dłużnych i rynku akcji, różnorodności instrumentów finansowych.

Tabela 1. Wskaźniki struktury finansowej (w % PKB) w 2003 r.

Kraj	Aktywa sektora bankowego	Pożyczki dla sektora prywatnego	Obligacje przedsiębiorstw	Kapitalizacja giełdy	Fundusze inwestycyjne	Fundusze emerytalne (2002)
Belgia	310	107	12,7	.	31,3	5,6
Dania	302	155	9,8	49,8	26,0	28,6
Niemcy	300	142	4,7	40,2	38,6	3,8
Grecja	140	72	0,2	53,9	20,8	.
Hiszpania	203	117	13,8	77,5	24,1	5,9 (2001)
Francja	257	92	15,8	72,2	64,7	4,0
Irlandia	436	157	31,0	51,1	274,0	.
Włochy	163	72	13,2	37,5	30,2	2,0
Luksemburg	2794	502	.	126,1	4060,1	.
Holandia	320	165	17,4	.	18,9	99,6
Austria	261	124	6,1	20,0	41,1	4,4
Portugalia	267	142	11,7	.	21,3	13,4
Finlandia	130	66	7,2	94,7	16,6	8,0
Szwecja	194	106	8,6	86,9	26,5	4,2
W. Brytania	385	140	21,2	122,7	26,4	73,3 (2001)
Strefa euro	260	117	12,1	49,6	56,3	13,4
UE 15	280	121	13,2	.	49,7	.
Cypr	244,2	122,4	0,4	33,6	.	.
Czechy	78,4	30,9	3,8	8,7	1,2	3,3
Estonia	47,6	33,1	0,8	.	.	14,7
Łotwa	73,2	43,0	0,9	.	.	.
Litwa	33,5	20,6	0,4	28,2	.	.
Węgry	66,4	34,6	0,9	20,4	4,8	5,2
Malta	266,9	117,7	6,2	34,1	.	.
Polska	57,3	29,0	3,3	16,0	3,8	4,4
Słowenia	83,1	41,7	0,4	23,1	.	0,4
Słowacja	82,3	31,7	2,4	7,6	3,1	20,1
EU 25	271,6	117,5	.	61,5	.	.
USA	.	70,6	23,3	131,3	.	56,9

Źródło: [European Central... 2004, s. 33-48; European Central... styczeń 2005, s. 31-41; European Commission... 2004, s. 43; OECD, Global... marzec 2005; European Central... luty 2005; FEFSI, Annual... 2003-2004, s. 37].

Państwa członkowskie UE istotnie różnią się między sobą pod względem stopnia rozwoju sektora finansowego oraz jego struktury (zob. tab. 1). Sektor ten jest relatywnie najlepiej rozwinięty w Wielkiej Brytanii, Holandii, Luksemburgu i Irlandii. Jego struktura jest jeszcze bardziej zróżnicowana. Kraje o najlepiej rozwiniętym rynku finansowym mają na ogół zrównoważoną jego strukturę; dobrze rozwiniętemu rynkowi kredytowemu towarzyszą równie dobrze rozwinięte rynki ubezpieczeniowe oraz rynki papierów wartościowych.

W nowych państwach członkowskich sektor finansowy jest jeszcze stosunkowo słabo rozwinięty. Tylko na Cyprze i Malcie poziom rozwoju sektora bankowego, mierzony stosunkiem aktywów finansowych do PKB, jest zbliżony do poziomu w strefie euro. Rynek obligacji przedsiębiorstw we wszystkich krajach znajduje się w początkowym stadium rozwoju. Rynki akcji są bardzo nierówno rozwinięte. Inną cechą systemu finansowego w tym regionie jest znaczne jego umiędzynarodowienie, zwłaszcza w sektorze bankowym. W 2003 r. w Republice Czeskiej, Estonii oraz na Węgrzech, Łotwie i Słowacji aktywa zagraniczne stanowiły ponad 80% wszystkich aktywów banków komercyjnych (w Polsce udział ten wynosił 68%) [European Central... styczeń 2005, s. 18]. Konsekwencją słabiej rozwiniętego sektora finansowego jest mniejsza efektywność pośrednictwa finansowego; różnice w stopie procentowej od kredytów i depozytów w nowych państwach członkowskich są większe niż w strefie euro<sup>1</sup>.

Dla konkurencyjności regionów istotne są przede wszystkim infrastruktura systemu bankowego i jej lokalizacja. Sektor bankowy charakteryzuje na ogół duża liczba instytucji kredytowych, które mogą być zlokalizowane w różnych regionach. Dane zawarte w tabeli 2 charakteryzują sieć tych instytucji w państwach członkowskich oraz infrastrukturę systemu płatniczego.

Infrastruktura systemu bankowego w Unii Europejskiej jest nierówno rozwinięta, co wynika głównie z ostatniego jej rozszerzenia. Nowe państwa członkowskie, z wyjątkiem Cypru i Malty, mają relatywnie słabiej rozwiniętą sieć instytucji kredytowych, a także nowoczesną infrastrukturę sektora bankowego, np. sieć bankomatów, liczbę elektronicznych terminali akceptujących płatności kartami płatniczymi czy powszechność i różnorodność kart płatniczych (w tym umożliwiających płatności za pośrednictwem Internetu).

---

<sup>1</sup> W latach 1999-2003 wynosiły one w strefie euro średnio 3,25 pkt procentowych, natomiast w Polsce – 6, Republice Czeskiej – 4, Estonii – 4,5, na Węgrzech – 3,5, na Łotwie – 5,9, na Litwie – 6,6, na Słowacji – 4,9, w Słowenii – 3,25. Poziom stóp procentowych w tych krajach stopniowo zbliża się do poziomu tych stóp w strefie euro. Por. [Volz 2004, s. 9].

Tabela 2. Infrastruktura sektora bankowego w Unii Europejskiej w 2003 r.

Kraj	Liczba instytucji kredytowych	Liczba oddziałów instytucji kredytowych na 100 tys. mieszkańców	Liczba zatrudnionych w instytucjach kredytowych na 100 tys. mieszkańców	Liczba bankomatów na 1 mln mieszkańców	Liczba elektronicznych terminali akceptujących płatności kartami płatniczymi na 1 mln mieszkańców	Karty płatnicze z funkcją wypłaty gotówki z bankomatu na 1 tys. mieszkańców
Belgia	108	48	709	683	13 136	1442
Dania	203	39	853	525	17 835	713
Niemcy	2225	57	879	612	5 584	1443
Grecja	59	30	554	464	10 424	689
Hiszpania	348	97	597	1230	22 424	1408
Francja	939	42	683	637	15 620	742
Irlandia	80	23	901	361	11 506	845
Włochy	801	52	581	683	14 100	477
Luksemburg	172	60	5011	840	16 130	1615
Holandia	481	23	738	466	10 972	1635
Austria	814	54	907	863	8 464	1158
Portugalia	200	52	516	1074	10 980	1014
Finlandia	366	23	512	406	14 228	1212
Szwecja	222	34	440	297	11 439	643
W. Brytania	426	23	833	690	13 691	2400
EMU	6593	54	710	717	12 557	.
EU 15	7444	49	725	700	12 781	1258
Cypr	14	74	1151	516	6 882	17
Czechy	77	16	382	250	3 018	.
Estonia	7	14	306	477	6 783	7
Węgry	218	38	263	294	2 408	2
Łotwa	22	26	387	373	4 416	4
Litwa	13	4	.	287	3 188	3
Malta	16	28	872	374	16 265	16
Polska	660	30	396	198	2 191	3
Słowenia	30	29	570	621	16 053	3
Słowacja	21	18	367	280	2 572	16
EU 25	8522	42				

Źródło: [European Central... listopad 2004, s. 33-48; European Central... styczeń 2005, s. 31-41].

Regionalne różnicowania w infrastrukturze systemu bankowego mogą pociągnąć za sobą także pewne różnice w kształtowaniu się stóp procentowych według regionów. Koszt kredytu w regionach najmniej rozwiniętych może być wyższy niż w regionach rozwiniętych, ponieważ gorsze są tutaj ogólne warunki konkurencyjności, a ryzyko inwestycyjne jest większe. Niedostateczna sieć lokalnych banków będzie prawdopodobnie prowadziła do oszacowania tego ryzyka na zbyt wysokim poziomie, co znajdzie swoje odzwierciedlenie we wzroście stóp procentowych jako pewnego rodzaju strategii zabezpieczenia się banku przed ewentualnymi skutkami nieefektywnej alokacji kapitału. W regionach tych dostrzega się także brak dodatkowych instrumentów finansowych, takich jak kapitały o podwyższonym ryzyku, najem na prawach sprzedaży, długoterminowe i średnioterminowe pożyczki.

Regionalne różnicowanie kosztu kapitału dostrzega się m.in. we Włoszech, gdzie istnieje ścisły związek między stopą procentową a poziomem rozwoju regionu. W 2004 r. stopy procentowe od pożyczek terminowych dla sektora produkcyjnego były najniższe w północno-wschodnich regionach, najwyższe zaś w regionach południowych. W regionach najlepiej rozwiniętych korzystniejsza była także struktura stóp procentowych, mianowicie pożyczki długoterminowe były niżej oprocentowane niż pożyczki średnio- i krótkoterminowe (zob. tab. 3).

Tabela 3. Stopy procentowe od pożyczek terminowych we Włoszech w sierpniu 2004 r.

Włochy – regiony	Krótkoterminowe (poniżej 1 roku)	Średnioterminowe (od roku do 5 lat)	Długoterminowe (powyżej 5 lat)
Włochy ogółem	3,74	3,64	4,44
Regiony północno-zachodnie	3,83	3,61	4,47
Regiony północno-wschodnie	3,65	3,25	3,17
Regiony środkowe	3,66	3,74	4,76
Regiony południowe	3,92	4,82	5,72
Wyspy	3,74	4,44	5,51

Źródło: [Banca d'Italia... 2004, s. 126].

Na regionalne różnicowania w dostępie do kapitału wskazują także badania Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju, dotyczące reform systemu bankowego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Wynika z nich, że warunki dostępu do kapitału oraz jego koszt są różnicowane nie tylko między poszczególnymi krajami (najlepsze w Estonii, Łotwie i na Litwie, najgorsze zaś w Polsce), lecz także wewnątrz krajów (najłatwiejszy dostęp do kredytów bankowych w regionach stołecznych) [Volz 2004, s. 42-44].

### 3. Rozwój finansowy a wzrost gospodarczy

Dobrze funkcjonujące rynki finansowe stanowią warunek wstępny wykorzystania przez gospodarkę potencjału jej wzrostu. Za pośrednictwem różnych mechanizmów wpływają one na dwa podstawowe czynniki wzrostu gospodarczego – akumulację kapitału i postęp techniczny. Efektywne rynki finansowe zapewniają więc nie tylko maksymalizację korzyści z kształtowania kapitału, lecz także włączenie nowych technik produkcji do kapitału, które umożliwi przekształcenie postępu technicznego w wyższą stopę wzrostu gospodarczego. Tradycyjna teoria wzrostu ograniczyła rolę stopy procentowej we wspieraniu wzrostu gospodarczego głównie do zapewnienia równowagi między inwestycjami a oszczędnościami. Od niedawna bierze się pod uwagę również strukturę finansową, którą uznaje się za jedną z determinant wzrostu gospodarczego. Rozszerzonemu polu badawczemu teorii wzrostu towarzyszy także większe zainteresowanie asymetrią informacji w relacjach pomiędzy pożyczkodawcami (oszczędzającymi) a pożyczkobiorcami (inwestorami). Dobrze funkcjonujący rynek finansowy obniży wynikające z tej asymetrii koszty transakcyjne pośrednictwa finansowego. Jest oczywiste, że im efektywniejsze jest to pośrednictwo (inaczej mówiąc, im niższe będą koszty transakcyjne, a zyski oszczędzających wyższe), tym większe będą rozmiary oszczędności oraz inwestycji.

Ponadto system finansowy może poprawić alokację oszczędności dzięki trzem czynnikom, którymi są [European Commission... 2001, s. 139]:

- dywersyfikacja portfela. Możliwość rozłożenia ryzyka w ramach systemu finansowego może zachęcić oszczędzających do przeznaczenia znacznie większej części swoich oszczędności na sfinansowanie projektów bardziej ryzykownych, ale i zarazem bardziej rentownych. Ponadto możliwość pokrycia specyficznych czynników ryzyka pobudza inwestycje wyspecjalizowane, co wpływa korzystnie na podział pracy oraz na wzrost gospodarczy;
- lepsza jakość inwestycji. Obecność pośrednictwa finansowego może wyrażać się w lepszej ocenie i selekcji projektów, a więc w poprawie rentowności inwestycji oraz produktywności kapitału;
- zwiększenie liczby projektów długoterminowych. Istnienie płynnych rynków finansowych pozwoli na zainwestowanie większej części oszczędności w realizację projektów długoterminowych, które przeważnie są rentowniejsze od projektów krótkoterminowych.

Związek między rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym jest także przedmiotem badań empirycznych, które rozwinęły się zwłaszcza w ostatnich latach [Leahy i in. 2001; Tsuru 2000]. Wynika z nich, że finanse są istotną determinantą poziomu inwestycji i wzrostu wydajności pracy, a nie oszczędności, które nie zwiększają się w miarę rozwoju finansowego; potwierdzają tym samym wcześniejszą tezę Levina, że w długim okresie istnieje silny pozytywny związek między funkcjonowaniem rynków finansowych a wzrostem gospodarczym i że poziom rozwoju finansowego jest dobrym wskaźnikiem przyszłej stopy wzrostu gospodarczego, akumulacji kapitału oraz postępu technicznego [Levine 1997, s. 688-726].

Silny dodatni związek między rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym dostrzeżga się zwłaszcza w początkowych stadiach rozwoju gospodarczego. Niskiemu poziomowi dochodu towarzyszy bardzo słabo rozwinięty system finansowy. Stanowi on silną przeszkodę wzrostu gospodarczego. Rozwój pośrednictwa finansowego, mobilizując oszczędności i inwestując je w różnych sektorach gospodarki, umożliwi jej wejście na drogę szybkiego wzrostu. Potencjalne efekty wzrostu gospodarczego są tym większe, im słabiej jest rozwinięty sektor finansowy. Dowodzą tego m.in. najnowsze badania Banku Światowego [Honohan 2004, s. 23].

W krajach rozwiniętych związek między rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym jest słabszy. W większości z nich istnieje ścisła i dodatnia korelacja między inwestycjami a pożyczkami dla sektora prywatnego oraz finansowaniem za pośrednictwem giełdy (zob. tab. 4). Rozwojowi finansowemu towarzyszy jednak umiarkowany wzrost gospodarczy. Szacuje się, że w latach 1970-1997 wzrost o 1 pkt procentowy stosunku prywatnych pożyczek bankowych do PKB wywołał wzrost produktu krajowego brutto na mieszkańca o 0,1% oraz że taki sam wzrost wskaźnika kapitalizacji giełdy w stosunku do PKB zwiększył ten produkt o 0,3% [Leahy i in. 2001, s. 46].

Tabela 4. Korelacja pomiędzy inwestycjami brutto a rozwojem finansowym w krajach OECD

Kraj	Aktywa płynne 1970-1997	Kredyty dla sektora prywatnego 1970-1997	Kapitalizacja giełdy 1976-1997
Australia	0,94	0,91	0,87
Austria	0,88	0,90	0,92
Belgia	0,73	0,83	0,92
Kanada	0,90	0,95	0,92
Dania	0,86	-0,10	0,88
Finlandia	-0,23	-0,02	-0,28
Francja	0,08	0,86	0,94
Niemcy	0,73	0,85	0,76
Grecja	0,32	-0,34	0,36
Włochy	-0,77	-0,57	0,76
Japonia	0,93	0,97	0,86
Holandia	0,54	0,80	0,92
Norwegia	-0,38	0,19	0,04
Nowa Zelandia	0,46	0,83	0,70
Hiszpania	0,27	0,62	0,87
Szwecja	-0,81	0,31	0,70
Szwajcaria	0,78	0,92	0,79
W. Brytania	0,93	0,96	0,96
Stany Zjednoczone	-0,21	0,66	0,91

Źródło: [Leahy i in. 2001, s. 40].

W rzeczywistości związek między rozwojem finansowym a wzrostem jest o wiele bardziej złożony. Nie można wykluczyć innej jego natury, mianowicie tego, iż rozwój finansowy stanowi konsekwencję wzrostu gospodarczego. Ponadto uwzględnienie innych czynników, w tym struktury finansowej, instytucji prawnych, stopnia rozwoju gospodarczego, struktury gospodarki oraz charakterystyki przedsiębiorstw, związek ten może jeszcze bardziej zróżnicować.

Rozwojowi finansowemu towarzyszą zmiany strukturalne na rynkach finansowych. Pojawia się więc zagadnienie roli struktury finansowej w procesach wzrostu gospodarczego. Zasadne może wydawać się porównanie systemu rynkowego (ryнку papierów wartościowych) z systemem bankowym. Szybszy rozwój gospodarki amerykańskiej od gospodarki europejskiej jest często traktowany jako dowód na wyższość systemu opartego na rynku. Tezę tę potwierdzają niektóre badania makroekonomiczne, z których wynika, że giełdy bardziej przyczyniają się do wzrostu gospodarczego aniżeli system bankowy [Leahy i in. 2001]. Badania uwzględniające również instytucje prawne rynku finansowego nie dają jednak jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, który z tych dwóch systemów sprzyja lepiej wzrostowi gospodarczemu [Beck i in. 2004; Beck 2003, s. 36-54].

Systemy prawne odgrywają zasadniczą rolę w dobrym funkcjonowaniu rynków finansowych. W Unii Europejskiej są one zróżnicowane, co jest konsekwencją oddziaływania na nie odmiennych tradycji prawnych – głównie francuskich i brytyjskich, które w największym stopniu wpłynęły na funkcjonowanie rynków finansowych, w mniejszym zaś stopniu niemieckich i skandynawskich. Tradycje te charakteryzują różne możliwości przystosowawcze sądów do nowych warunków oraz różny stopień politycznej niezależności sądów. W konsekwencji poziom ochrony prawnej prywatnych inwestorów, w tym inwestorom zagranicznym, a także przejrzystość rynków finansowych mogą wyraźnie różnić się, stanowiąc większą lub mniejszą przeszkodę w dostępie przedsiębiorstw do kapitału<sup>2</sup>.

Przeszkody finansowe mogą mieć różną naturę i wywoływać odmienne skutki, w zależności od wielkości przedsiębiorstw i sektora gospodarki. Dostęp do kapitału mogą utrudniać m.in. dodatkowe wymagania banków i instytucji finansowych, biurokracja bankowa, wysokie stopy procentowe, koneksje z przedstawicielami banków i instytucji finansowymi, dostęp do kredytów eksportowych, dostęp do kapitału o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym, brak odpowiednich informacji o klientach banków, dostęp do kapitału długoterminowego i korupcja urzędników bankowych. Z najnowszych badań Banku Światowego wynika, że najpoważniejszą przeszkodę w dostępie przedsiębiorstw do kapitału stanowią: wysokie stopy procentowe, dostęp do długoterminowych pożyczek, dodatkowe wymagania banków i instytucji finansowych oraz biurokracja bankowa; na przeszkody te bardziej narażone są małe i średnie przedsiębiorstwa aniżeli przedsiębiorstwa duże, różna jest także wrażliwość na przeszkody finansowe poszcze-

<sup>2</sup> Na przykład przedsiębiorstwa w krajach z francuskimi tradycjami prawnymi napotykają większe przeszkody w dostępie do kapitału zagranicznego aniżeli przedsiębiorstwa w innych krajach. Zob. [Beck i in. 2004, s. 21].



gólnych sektorów gospodarki (najmniejsza usług, największa rolnictwa) [Beck i in. 2004, s. 27-28].

Jakie wnioski wynikają z tego dla konkurencyjności regionów? Przede wszystkim zróżnicowanie poziomów rozwoju regionów powoduje, że o ich konkurencyjności decydują zarówno stopień rozwoju rynków finansowych, jak i ich struktura. Stopień rozwoju rynków finansowych jest szczególnie ważny w regionach słabiej rozwiniętych. Przedsiębiorstwa w tych regionach są zależne od finansowania zewnętrznego; zapewnienie dostępu do kapitału, zwłaszcza kapitału długoterminowego, może istotnie przyspieszyć wzrost gospodarki regionalnej. Rozwojowi tych regionów sprzyja głównie odpowiednio rozwinięty sektor bankowy. Jego infrastruktura jest rozproszona, umożliwia zatem branie pod uwagę specyfiki regionalnej w decyzjach inwestycyjnych.

Następnie w roli rynków finansowych jako czynnika konkurencyjności regionów ważne są także czynniki strukturalne, tj. przystosowanie rynków finansowych do struktury ekonomicznej regionów. O rozwoju regionów w coraz większym stopniu decydują inwestycje w sektorach silnie zależnych od badań, rozwoju technologicznego i innowacji. Systemy oparte na rynku są lepiej przystosowane do ich potrzeb rozwojowych. Inwestycje w tych sektorach bowiem cechuje duża niepewność co do spodziewanych wyników ekonomicznych, w zabezpieczeniu się zaś przed takim ryzykiem najbardziej skuteczne są właśnie systemy rynkowe. Ich rola w alokacji zasobów, zwłaszcza w rozwoju nowych dziedzin działalności, jest znacznie większa od roli związanej z kształtowaniem kapitału (zapewnienie odpowiednio wysokiej stopy inwestycji) [Carlin, Mayer 1999]. Ponadto sektory cechuje zróżnicowana wrażliwość na zmienne finansowe, co powoduje, że regiony przy takim samym stopniu rozwoju rynków finansowych mogą charakteryzować się odmienną siłą konkurencyjną.

Wreszcie na międzynarodową konkurencyjność regionów wpływają regulacje prawne systemu finansowego. Określają one m.in. poziom ochrony prawnej inwestorów oraz przejrzystość rynków finansowych. W gospodarce otwartej różnice w krajowych systemach prawnych mogą prowadzić także do zróżnicowań finansowych uwarunkowań międzynarodowej konkurencyjności regionów. Wiele przeszkód finansowych jest konsekwencją odmiennych tradycji prawnych. W dodatku pewne cechy specyficzne regionów przeszkody te mogą wzmocnić.

#### **4. Integracja finansowa, efektywność rynków finansowych i wzrost gospodarczy**

Integracja finansowa prowadzi do większej efektywności rynków finansowych i do lepszych wyników makroekonomicznych za pośrednictwem dwóch mechanizmów: korzyści skali oraz intensyfikacji konkurencji [European Commission... 2001, s. 144]. Korzyści skali są wynikiem zwiększenia się rzeczywistych i potencjalnych uczestników transakcji finansowych. W sektorze bankowym wzrost liczby oszczędzających i pożyczkobiorców powinien

obniżyć koszty zarządzania oszczędnościami i inwestycjami. Ponadto większe i bardziej płynne rynki finansowe zmniejszą koszty transakcyjne, co powinno znaleźć swoje odbicie, w warunkach wystarczająco silnej konkurencji, w niższych kosztach kapitału oraz poprawie rentowności inwestycji. Integracji finansowej towarzyszy również większa dywersyfikacja portfeli finansowych. Rynki finansowe są więc bardziej kompletne, lepiej przystosowane do zmieniających się potrzeb gospodarki, zapewniając konsumentom oraz przedsiębiorstwom większą swobodę wyboru produktów finansowych [Economic and... 2002, s. 10]. Wynikająca z integracji rynków finansowych większa możliwość zabezpieczenia się przed ryzykiem może zachęcić przedsiębiorstwa do inwestowania w przedsięwzięcia długofalowe, bardziej ryzykowne i bardziej wyspecjalizowane, ale także bardziej rentowne.

Intensyfikacja konkurencji między instytucjami finansowymi wpłynie na większą efektywność rynków finansowych. Wyeliminuje bowiem quasi-rentę, z jakiej instytucje te korzystały, a także zwiększy (obniżając koszty transakcyjne, różnice między kursami sprzedaży a kursami zakupu, różnice między stopą opodatkowania depozytów a stopą opodatkowania kredytów i prowizje) rozmiary oszczędności; będzie zatem korzystna i dla inwestorów, zapewniając im potencjalnie wyższą rentowność inwestycji, i dla pożyczkobiorców, obniżając koszt kapitału do możliwie najniższego poziomu. Ponadto większa konkurencja sprzyja innowacjom finansowym. Pojawienie się nowych produktów finansowych i nowych rozwiązań technicznych świadczenia usług (np. za pośrednictwem Internetu) umożliwi lepsze finansowanie inwestycji i zarządzanie ryzykiem, zwłaszcza w odniesieniu do małych i średnich przedsiębiorstw.

Innymi skutkami silniejszej konkurencji na rynku są większa restrukturyzacja sektora finansowego i zdominowanie rynku przez najsilniejsze kapitałowo grupy finansowe<sup>3</sup>. Tej konsolidacji towarzyszy także koncentracja przestrzenna usług finansowych, głównie na obszarach metropolitalnych regionów najbardziej rozwiniętych. Ma ona także swoje ujemne strony, ponieważ zmniejszenie liczby banków w regionach może utrudnić dostęp małych i średnich przedsiębiorstw do kapitału pożyczkowego; jego podaż może być mniejsza, warunki kredytowania gorsze niż dla dużych przedsiębiorstw, a okres podejmowania decyzji wydłużony [L'Accès... 2003, s. 13].

Ułatwiając transgraniczną alokację oszczędności, integracja finansowa zwiększy dostęp do kapitału w regionach, w których rynki finansowe są relatywnie słabo rozwinięte. Przede wszystkim obniży ona koszt kapitału, ponieważ jego przepływom towarzyszą wyrównywanie się stóp procentowych, a także większa efektywność alokacji zasobów na wspólnym rynku. W dodatku większa dywersyfikacja produktów finansowych spowoduje, że lepsze będą możliwości przystosowania podaży kapitału do popytu na różne formy kapitału, a więc i do pewnej specyfiki regionów.

Efekty procesu wyrównywania się stóp procentowych w UE przedstawiają dane zawarte w tabeli 5.

<sup>3</sup> W latach 1997-2002 w większości państw członkowskich UE zwiększył się udział 5 największych instytucji kredytowych w aktywach sektora bankowego, np. w Belgii z 54% do 82%, w Niemczech z 17% do 20%, w Grecji z 56% do 67%, w Hiszpanii z 45% do 56%, we Francji z 40% do 45%, w Holandii z 79% do 83% i w Wielkiej Brytanii z 24% do 30%. Zob. [European Central Bank 2004, s. 24].

Tabela 5. Współczynnik zmienności stóp procentowych od kredytów w Unii Europejskiej

Rodzaje kredytów	EU 25		EU 15		Strefa euro	
	1996	2004	1996	2004	1996	2004
Kredyty hipoteczne dla ludności	60,3	39,1	25,9	17,4	28,3	17,4
Kredyty krótkoterminowe dla niefinansowych spółek	62,0	41,3	48,1	16,8	51,2	16,8
Kredyty średnio- i długoterminowe dla niefinansowych spółek	61,2	40,8	38,1	13,2	40,3	13,2

Źródło: [Eurostat 2004].

Z tabeli wynika jednak, że wprowadzenie euro bardziej sprzyjało wyrównywaniu się stóp procentowych aniżeli utworzenie jednolitego rynku finansowego. Współczynniki zmienności stóp procentowych są wyższe w odniesieniu do pożyczek dla ogółu przedsiębiorstw aniżeli tylko dla spółek. Warunki kredytowania przedsiębiorstw są więc zróżnicowane nie tylko według krajów, ale także w zależności od struktury przedsiębiorstw. Można wskazać co najmniej dwie grupy przedsiębiorstw mających gorszy dostęp do rynków finansowych: pierwszą stanowią małe i średnie przedsiębiorstwa, które najbardziej są narażone na negatywne skutki koncentracji finansowej (mniejsza liczba instytucji kredytowych, mniejsza podaż kredytów dla tej grupy przedsiębiorstw); drugą zaś stanowią przedsiębiorstwa innowacyjne (duże ryzyko towarzyszące innowacjom i trudniejszy dostęp do kapitału o podwyższonym ryzyku). Ponieważ regiony różnią się strukturą przedsiębiorstw oraz dostępem do instytucji *venture capital*, regionalna konkurencyjność rynków finansowych może być zróżnicowana także z tego punktu widzenia.

Z makroekonomicznego punktu widzenia integracja rynków finansowych była korzystna dla przedsiębiorstw, inwestorów i konsumentów. Według studium London Economics, obniżenie kosztów transakcyjnych doprowadziło w latach 1993-2002 do zwiększenia się rozmiarów PKB o 1,1%, PKB na mieszkańca o 600 euro, inwestycji przedsiębiorstw o 6% i zatrudnienia o 0,5% [London Economics... 2002]. Korzyści te były udziałem wszystkich państw członkowskich, aczkolwiek w nierównym stopniu (na obszarze Unii wzrost realnego PKB wynosił 0,3-2,0%). Największe korzyści przyniosła integracja rynków akcji, najmniejszy zaś integracja rynków obligacji.

Podobne wyniki przyniosły badania nad potencjalnymi efektami integracji rynków finansowych w przemyśle przetwórczym. Wynikający z niej wzrost wartości dodanej przemysłu przetwórczego wynosił rocznie 0,75-0,94%. Efekty integracji były zróżnicowane w zależności od krajów i sektorów przemysłu przetwórczego. Integracja finansowa pociągnęła za sobą największe efekty wzrostu (wzrost wartości dodanej powyżej 1%) we Włoszech, w Belgii, Danii, Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Niemczech, Finlandii i Irlandii, najmniejszy zaś w Wielkiej Brytanii, Szwecji i Holandii (wzrost wynoszący poniżej 0,5%). Sektorami, które najbardziej skorzystały z integracji, były: farmaceutyka, tworzywa sztuczne, dobra profesjonalne, sprzęt biurowy i komputerowy [Giannetti i in. 2002, s. 74-75].

Można przypuszczać, że regionalne skutki integracji rynków finansowych były bardziej zróżnicowane. Efekty integracji różnią się już w zależności od państw członkow-

szych, które charakteryzują dość duże różnice zarówno w stopniu rozwoju rynków finansowych, jak i w ich strukturze, w tym i prawnej, pomimo harmonizacji norm krajowych regulujących funkcjonowanie tych rynków. Odnosi to się także do regionów, gdzie w dodatku inne czynniki, takie jak nierówno rozwinięta infrastruktura rynków finansowych, różnice w strukturze sektorowej gospodarki czy różnice w wielkości przedsiębiorstw, mogą prowadzić do większej zmienności stóp procentowych.

## 5. Długookresowa stopa procentowa a inwestycje

Stopa procentowa, odzwierciedlając rzeczywisty koszt kapitału, powinna wpływać na rozmiary inwestycji w gospodarce. Zagadnienie to rozważymy na przykładzie Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii. Zbadajmy najpierw, jaki jest ogólny kierunek zmian realnej długoterminowej stopy procentowej i inwestycji w tych krajach. W tabeli 6 zamieszczamy odpowiednie dane z lat 1996-2004.

Tabela 6. Realna długoterminowa stopa procentowa i stopa inwestycji (w % PKB) w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii oraz w strefie euro latach 1996-2004

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Grecja</b>									
– stopa procentowa	7,1	3,1	3,1	3,2	2,6	1,7	1,1	0,7	0,8
– stopa inwestycji	19,5	19,8	21,1	22,7	23,6	23,8	23,8	25,6	25,5
<b>Hiszpania</b>									
– stopa procentowa	5,2	4,1	2,4	1,9	2,0	0,9	0,4	1,8	2,0
– stopa inwestycji	21,6	21,9	22,9	24,1	25,3	25,3	25,2	25,6	26,5
<b>Irlandia</b>									
– stopa procentowa	5,4	1,9	-1,5	0,9	0,7	-0,6	0,5	2,5	1,1
– stopa inwestycji	19,2	20,8	22,5	24,3	24,6	23,4	22,6	23,6	24,3
<b>Portugalia</b>									
– stopa procentowa	5,6	2,6	1,0	1,6	2,1	0,9	0,6	1,4	1,7
– stopa inwestycji	23,3	25,6	26,9	27,3	28,1	27,1	25,0	22,6	22,6
<b>Strefa euro</b>									
– stopa procentowa	5,1	4,4	2,9	3,4	3,8	2,5	2,3	2,0	2,1
– stopa inwestycji	20,2	20,1	20,4	21,0	21,6	21,0	20,2	19,8	20,0

Źródło: [European Commission... kwiecień 2005; Eurostat 2004].

We wszystkich krajach strefy euro nastąpiła redukcja stóp procentowych. Była ona jednak zróżnicowana, ponieważ na początku drugiego etapu realizacji unii gospodarczej

i walutowej różnice w poziomie inflacji w Unii były jeszcze dość duże. Procesy konwergencji nominalnej doprowadziły zarówno do obniżenia realnych stóp procentowych, jak i do większej ich zbieżności. Obniżaniu się realnych stóp procentowych towarzyszył umiarkowany wzrost inwestycji w gospodarce. W latach 2001-2004 tendencja ta została przerwana, gdyż w miarę pogarszania się koniunktury gospodarczej na świecie obniżyły się także inwestycje w gospodarce europejskiej. Tendencje rozwojowe w państwach członkowskich nie były jednak takie same. Zmiany w poziomie stóp procentowych oraz w stopie inwestycji nie zawsze idą w parze – obniżce stóp procentowych nie muszą wcale towarzyszyć większe inwestycje, i na odwrót: podwyżce stóp procentowych może towarzyszyć wzrost rozmiarów inwestycji. Stopa procentowa jest tylko jednym z czynników branych pod uwagę w decyzjach inwestycyjnych przedsiębiorstw. Istotną przesłanką takich decyzji są także perspektywy wzrostu gospodarczego. Zależą one m.in. od przyszłego popytu wewnętrznego i zewnętrznego na dobra i usługi. Największy wkład do wzrostu ma popyt wewnętrzny, ale w miarę otwarcia się gospodarki zwiększa się rola popytu zewnętrznego. Popyt ten na ogół jest mniej stabilny od popytu krajowego, a więc może być źródłem większej zmienności poziomu inwestycji. W dodatku wzrost popytu wewnętrznego i zewnętrznego niekoniecznie musi pobudzać inwestycje. Zależy to bowiem od tego, jak kształtują się poszczególne czynniki determinujące inwestycje, tj. stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych, odchylenie rzeczywistego poziomu PKB od jego poziomu potencjalnego oraz stopa rentowności inwestycji. Czynniki te, zwłaszcza rentowność inwestycji, są zróżnicowane w państwach członkowskich<sup>4</sup>. Stąd też występują różnice między nimi w stopie inwestycji i stopie wzrostu gospodarczego.

Jednym ze skutków globalizacji i regionalnej integracji jest intensyfikacja konkurencji w gospodarce światowej. Coraz większa konkurencja może nakłaniać przedsiębiorstwa do inwestowania nawet wówczas, gdy stopy procentowe na rynku finansowym są relatywnie wysokie. Potrzeba zwiększenia międzynarodowej konkurencyjności może także uzasadniać większy wysiłek inwestycyjny władz publicznych, ukierunkowany na poprawę niektórych strukturalnych czynników konkurencyjności, takich jak podstawowa infrastruktura, badania i rozwój technologiczny, technologie społeczeństwa informacyjnego czy kapitał ludzki. Jeśli ich skutkiem będzie nadmierny deficyt budżetowy, to może on doprowadzić do podwyżek stóp procentowych, niekorzystnie wpływając na inwestycje w sektorze prywatnym.

Integracja rynków finansowych w Europie nadała im nowe znaczenie w regionalnej konkurencyjności. Konsekwencją przepływów kapitału są mniejsze różnice w poziomie stóp procentowych. Jest to korzystne dla konkurencyjności regionów najslabiej rozwiniętych, w których – ze względu na niedostateczną podaż oszczędności – koszt kapitału jest wyższy aniżeli w regionach rozwiniętych. Liberalizacja kapitałowa oznacza dla nich możliwość napływu kapitału z zewnątrz. Regiony te mogą jednak w różnym stopniu ko-

<sup>4</sup> Czynniki te w 2004 r. kształtowały się w strefie euro następująco: stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych od 75,4% w Grecji do 85,6% w Luksemburgu, odchylenie rzeczywistego poziomu PKB od jego poziomu potencjalnego od 2,2% w Hiszpanii do 2,4% w Grecji, stopa rentowności inwestycji (1961-1973 = 100) od 71,5 w Portugalii do 196,5 % w Irlandii. Zob. [European Commission... 2005].

rzystać z otwarcia rynków kapitałowych. Spośród starych krajów kohezji największym beneficjentem zagranicznych inwestycji bezpośrednich była Irlandia. W 2003 r. ich skumulowana wartość netto stanowiła 107,2% PKB, podczas gdy w Portugalii – 10,2%, Grecji – 4,1%, Hiszpanii – 2,7%. Importerami netto były także nowe państwa członkowskie, gdzie wskaźnik ten kształtował się następująco: Czechy – 46,0%, Estonia – 65,4%, Węgry – 47,1%, Łotwa – 34,0%, Litwa – 26,5%, Polska – 24,0%, Słowacja – 29,8% i Słowenia – 9,1% [UNCTAD, World... 2004, s. 399-410]. Ponadto inwestycje te charakteryzuje wysoka koncentracja przestrzenna, np. w Hiszpanii są one skoncentrowane w dwóch regionach – Madrytu i Katalonii, w Portugalii – w Lizbonie i dolinie Tagu, w Irlandii – w regionie południowo-wschodnim. Podobne tendencje występują w nowych państwach członkowskich, gdzie są one skupione – z wyjątkiem Polski – w regionach stołecznych.

Inną konsekwencją integracji rynków finansowych jest obniżka stóp procentowych. Procesy integracji monetarnej tendencję tę jeszcze wzmocniły, ponieważ pociągnęły za sobą większą stabilność makroekonomiczną. Z naszych badań wynika, że integracja rynków finansowych oraz zwiększona stabilność makroekonomiczna najbardziej obniżyły stopy procentowe w Grecji, Hiszpanii oraz Irlandii, pociągając za sobą wzrost inwestycji w sektorze prywatnym. Procesy integracji finansowej i monetarnej wpłynęły więc korzystnie na ekonomiczną, społeczną i terytorialną spójności Unii oraz na konkurencyjność regionów najsłabiej rozwiniętych.

## 6. Podsumowanie

Rynki finansowe są istotnym czynnikiem regionalnej konkurencyjności. Jest to konsekwencją ich szczególnej roli w mobilizacji oszczędności, alokacji zasobów między regiony i sektory gospodarki oraz dywersyfikacji ryzyka. Ich efektywność jest uwarunkowana wieloma czynnikami, w tym stopniem rozwoju rynków finansowych, ich strukturą, a także ramami prawnymi ich funkcjonowania. Istnieje pozytywny związek między rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym. Ponieważ związek ten jest szczególnie silny w pierwszych stadiach rozwoju gospodarczego, przeto rozwój rynków finansowych w regionach opóźnionych w rozwoju stanowi istotny warunek zdynamizowania wzrostu gospodarczego i poprawy ich konkurencyjności.

W miarę rozwoju gospodarczego coraz większą rolę w alokacji zasobów odgrywa również struktura finansowa. Instytucje kredytowe oraz pozostałe instytucje finansowe charakteryzuje bowiem odmienna skłonność do finansowania długoterminowych projektów inwestycyjnych i projektów o podwyższonym ryzyku. Systemy finansowe oparte na rynku są z reguły bardziej przystosowane do finansowania sektorów zaawansowanych technologicznie, ponieważ bardziej biorą pod uwagę czynnik ryzyka. Z kolei systemy bankowe są lepiej przystosowane do finansowania projektów inwestycyjnych w okresie długim.

Funkcjonowanie rynków finansowych w dużym stopniu zależy od ich ram prawnych, które pomimo harmonizacji ustawodawstwa finansowego państw członkowskich, są zróżnicowane w Unii Europejskiej. Te różnice powodują już, że regiony europejskie mogą być w gorszej lub lepszej pozycji konkurencyjnej.

Europejskie rynki finansowe są w dużym stopniu zintegrowane. Ich integracja przyniosła już znaczne korzyści ekonomiczne, w których partycypowały regiony. Poprawiły się przede wszystkim możliwości rozwoju regionów słabiej rozwiniętych, głównie dzięki dostępowi do zewnętrznych źródeł finansowania rozwoju, obniżce kosztu kapitału, poprawie przejrzystości rynków i lepszej ochronie interesów inwestorów, bardziej zróżnicowanej ofercie produktów finansowych.

Przestrzenna repartycja korzyści z integracji jest uwarunkowana regionalnymi czynnikami konkurencyjności rynków finansowych. Chodzi nie tylko o regionalną sieć instytucji finansowych, lecz także o strukturę gospodarki regionalnej. Warunki bowiem dostępu do kapitału są zróżnicowane w zależności do stopnia rozwoju rynków finansowych, ich struktury, sektorów gospodarki oraz typów przedsiębiorstw.

## Literatura

- Banca d'Italia, „Statistical Bulletin” 2004 nr 4.
- Beck T., *Stock Markets, Banks, and Economic Development: Theory and Evidence*, [w:] *Europe's Changing Financial Landscape: Recent Development and Prospects*, „EIB Papers” 2003 vol. 8, nr 1.
- Beck T. i in., *The Determinants of Financial Obstacles*, „World Bank Research Working Paper” nr 3204, luty 2004.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., *Laws and Firms Access to Finance*, „World Bank Research Working Paper” nr 3194, styczeń 2004.
- Carlin W., Mayer C., *Finance, Investment and Growth*, CEPR, „Discussion Paper” nr 2233, wrzesień 1999.
- Economic and Financial Committee, *Report on EU Financial Integration*, „Economic Papers” (EC) nr 171, maj 2002.
- European Central Bank, *Report on EU Banking Structure*, listopad 2004.
- European Central Bank, *Banking Structures in the New EU Member States*, styczeń 2005.
- European Central Bank, *Payment and Securities Settlement Systems in the Accession Countries (Blue Book)*, luty 2005.
- European Commission, *A Pocked of Enterprise Policy Indicators 2004*, Office for Publications on the European Communities, Luxembourg 2004.
- European Commission, *Statistical Annex of European Economy*. Spring 2005, kwiecień 2005.
- European Commission: *The EU Economy: 2001 Review. Investing in the Future*, „European Economy” 2001 nr 73, s. 139.
- Eurostat, „EC Economic Data Pocket Book – Quarterly” 2004 nr 4.
- FEFSI, *Annual Report 2003-2004*.
- Giannetti M., i in., *Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth*, „Economic Papers” (EC) nr 179, listopad 2002.
- Honohan, *Financial Development Growth, and Property: How Close are the Links?* Policy Research Working Paper Series 3203. The World Bank, 2004.
- L'Accès au financement pour les PME*, „Observatoire des PME européennes” 2003 nr 2.

- 
- Leahy M. i in., *Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries*, „OECD Economic Department Working Papers” nr 280, marzec 2001.
- Levine R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agendas*, „Journal of Economic Literature” vol. XXXV, czerwiec 1997.
- London Economics, *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, listopad 2002.
- OECD, *Global Pension Statistics projects*, „Financial Market Trends” nr 88, marzec 2005.
- Tsuru K., *Finance and Growth – Some Theoretical Considerations*, and a Review of the Empirical Literature, „OECD Economic Department Working Papers” 2000 nr 228.
- UNCTAD, *World Investment Report 2004*, New York–Geneva 2004.
- Volz U., *European Financial Integration and the Financing of Local Businesses in the New EU Member States*, „EBRD Working Paper” nr 89, październik 2004.

## **FINANCIAL MARKETS AS A FACTOR OF COMPETITIVENESS OF THE REGION**

### **Summary**

Financial markets are principal factors of regional competitiveness. It is a consequence of their role in mobilization of saving, allocation of capital between regions and sectors of economy, and risk diversification. Effectiveness in financial markets depends on many factors, including the level of financial development, financial structure, and market regulation. There is a positive relation between financial development and economic growth, especially strong in initial stage of economic development. Therefore financial markets promote the development and competitiveness of regions whose development is lagging behind.