

Marta Ostrowska, Marika Lach, Karolina Wójcicka

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

ROZWÓJ SEKTORA FINANSOWEGO A WZROST GOSPODARCZY NA PRZYKŁADZIE INDII

Streszczenie: Celem artykułu jest omówienie problematyki związanej z zależnością pomiędzy rozwojem systemu finansowego a wzrostem gospodarczym. Określenie wpływu rozwoju finansowego na gospodarkę realną od dawna jest przedmiotem zainteresowania ekonomistów. Potwierdzeniem tego są liczne badania. Zdecydowana większość badaczy uważa, że istnieje dodatnia korelacja pomiędzy poziomem rozwoju finansowego (systemu finansowego) a wzrostem gospodarczym. Badania empiryczne stanowią potwierdzenie tezy, że kraje osiągające wyższy poziom rozwoju finansowego odnotowują także poprawę wskaźników świadczących o poziomie rozwoju społecznego. Przedmiotem analizy podjętej w niniejszym artykule jest przykład Indii, kraju rozwijającego się, w którym dokonano znaczących reform finansowych, co umożliwiło rozwój sektora bankowego oraz rynku kapitałowego. W ostatnich latach Indie znalazły się w gronie państw o znacznym potencjale rozwoju. Odnotowywany przez nie systematyczny wzrost gospodarczy pozwolił im w stosunkowo krótkim czasie dołączyć do pierwszej dziesiątki największych gospodarek świata. Reformy systemu finansowego przyczyniły się do zwiększenia liczby banków działających na rynku, umożliwiły powstanie nowych banków prywatnych oraz wejście na rynek banków zagranicznych. Jednak okazało się to niewystarczające do osiągnięcia pełnego włączenia w system finansowy. Chociaż aktywa bankowe stanowią większą część aktywów całego sektora finansowego Indii, dalszy rozwój sektora bankowego w tym kraju jest znacznie utrudniony z powodu wysokich kosztów pośrednictwa oraz ograniczenia w penetracji rynku. Pomimo względnie dużego rozmiaru sektora bankowego zaledwie ok. 55% populacji posiada konta bankowe, a 5,9% gospodarstw domowych dysponuje kartami kredytowymi. W literaturze przedmiotu uznaje się, iż mikrofinanse stanowią szansę na dostęp do usług finansowych dla uboższej części społeczeństwa, co w konsekwencji powinno mieć odzwierciedlenie w dalszym wzroście gospodarczym. Deregulacja i liberalizacja rynku kapitałowego przyciągnęły wyspecjalizowanych pośredników i przełożyły się na wzrost liczby spółek notowanych na giełdach. W okresie hossy na globalnych rynkach finansowych stosunek kapitalizacji rynkowej do PKB w Indiach był wyższy niż w krajach wysoko rozwiniętych. Dynamiczny wzrost wartości rynkowej notowanych przedsiębiorstw nie znajduje jednak odzwierciedlenia w wartości zawieranych transakcji, o czym świadczą relatywnie niskie wartości współczynników obrotu oraz wartości transakcji na rynku akcji w relacji do PKB. W stosunkowo krótkim czasie udało się w Indiach stworzyć od podstaw prężnie działający rynek instrumentów pochodnych. Rynek instrumentów dłużnych pozostaje jednak zdominowany przez skarbowe papiery wartościowe, a dług korporacyjny stanowi jego znikomy i niepiły segment. Rozwinięty rynek akcji oraz wzrost akcji kredytowej stanowią źródło pozyskiwania kapitału niezbędnego do stymulacji rozwoju przedsiębiorstw krajowych. Dalszy rozwój systemu finansowego stanowi wyzwanie dla Indii, jednak może być szansą na poprawę sytuacji gospodarczej tego kraju. Praca została napisana w oparciu o przegląd literatury oraz analizę danych ilościowych i jakościowych.

Słowa kluczowe: Indie, system finansowy, wzrost gospodarczy, mikrofinanse, rynek kapitałowy.

1. Wstęp

Wzrost gospodarczy, czyli zwiększanie się krajowej produkcji dóbr i usług, jest celem polityki ekonomicznej każdego państwa. Na dynamikę wzrostu oddziałuje niezliczona liczba czynników oraz wzajemnych powiązań między nimi. Najwięcej miejsca w teoriach ekonomii poświęca się znaczeniu czterech głównych czynników: pracy, ziemi, kapitału oraz technologii. Wraz z osiąganiem coraz to wyższego poziomu rozwoju pojawiają się jednak dodatkowe czynniki, które mogą oddziaływać na tempo wzrostu. Jednym z nich jest poziom rozwoju sektora finansowego. Celem niniejszego artykułu jest analiza zależności między wzrostem gospodarczym a rozwojem systemu finansowego (w tym zwłaszcza sektora bankowego i rynku kapitałowego) na przykładzie gospodarki Indii – kraju rozwijającego się, który w ostatnich latach odnotował znaczny wzrost gospodarczy. Państwo to przeszło również transformację systemu finansowego. W artykule dokonano analizy związku pomiędzy poziomem rozwoju finansowego a wzrostem gospodarczym Indii. Praca została napisana w oparciu o przegląd literatury oraz na podstawie analizy danych ilościowych udostępnianych przez międzynarodowe instytucje i ośrodki badawcze.

2. System finansowy a wzrost gospodarczy – w poszukiwaniu zależności

W literaturze przedmiotu istnieją różne podejścia, określające zarówno definicje, jak i funkcje systemów finansowych – instytucjonalne, systemowe oraz monetarne. Traktują one system finansowy jako „miejsce dostarczania pieniądza do gospodarki” (podejście monetarne), „pośrednictwo między podmiotami nadwyżkowymi i deficytowymi oraz w transformacji” (podejście instytucjonalne) czy też jako „uporządkowany zespół komplementarnych i oddziałujących na siebie elementów” (podejście systemowe) [Karkowska 2012, s. 100-103]. Można wyróżnić systemy finansowe zorientowane bankowo (model niemiecki, japoński), gdzie przedsiębiorstwa finansują swoją działalność kredytami bankowymi, oraz zorientowane rynkowo (model anglosaski), gdzie finansowanie odbywa się za pomocą rynków finansowych.

W myśl podejścia funkcjonalnego R. Mertona i Z. Bodiego [1995, s. 5], system finansowy pełni sześć głównych funkcji:

- 1) transferu środków ekonomicznych w czasie i przestrzeni,
- 2) skutecznej metody i procedury zarządzania ryzykiem,
- 3) rozliczania i dokonywania płatności,
- 4) gromadzenia środków (pieniężnych) i dzielenia własności przedsiębiorstw,
- 5) dostarczania informacji o cenie,
- 6) rozwiązywania problemu niedostatku motywacji (*incentive problems*), w sytuacji występowania zjawiska asymetrii informacji.

R. Levine uważa, że system finansowy umożliwia dywersyfikację i łączenie ryzyka oraz zabezpieczanie się przed nim, alokację zasobów, obserwowanie menedżerów i kontrolę nad przedsiębiorstwami, mobilizowanie oszczędności, wymianę dóbr i usług. Rozwój wymaga specjalizacji, a specjalizacja wiąże się z większą liczbą transakcji. Sektor finansowy ogranicza koszty ich zawierania. System finansowy przyczynia się do wzrostu gospodarczego dwoma kanałami: poprzez akumulację kapitału oraz dzięki innowacjom technologicznym [Levine 1997, s. 691].

Reasumując, można stwierdzić, że system finansowy jest układem wzajemnie powiązanych podmiotów finansowych, rynków oraz szeregu regulacji, stwarzającym gospodarstwom domowym, przedsiębiorstwom i państwu możliwość finansowania swojej działalności, a także inwestowania oszczędności.

Określenie wpływu rozwoju finansowego na gospodarkę realną od dawna budzi zainteresowanie ekonomistów. W literaturze przedmiotu można odnaleźć liczne badania dotyczące związku między poziomem rozwoju systemu finansowego a wzrostem gospodarczym. Zdecydowana większość badaczy jest zdania, że istnieje między nimi dodatnia korelacja. W. Bagehot i J. Hicks twierdzili, że system finansowy przyczynił się do uprzemysłowienia Anglii. R. Merton [1990 s. 263-300] uważał, że wzrostu gospodarczego nie należy rozpatrywać, pomijając zaawansowanie poziomu systemu finansowego, a R. Levine [1997, s. 691] podkreślił, że instytucje finansowe korzystnie oddziałują na efektywność alokacji środków, podczas gdy R. Lucas [1988, s. 3-42] uważał, że wpływ sektora finansowego na wzrost gospodarczy jest przeceniany. W opinii J. Robinson to nie rozwój finansów stymuluje wzrost, lecz jest on wyłącznie odpowiedzią na popyt na usługi finansowe ze strony przedsiębiorstw. Jeszcze inni, jak A. Chandavarkar, G. Meir, D. Seers czy N. Stern, całkowicie pomijają analizę związków między poziomem rozwoju systemu finansowego a wzrostem gospodarczym. Warto zwrócić uwagę na kierunek zależności – czy wzrost gospodarczy wpływa na rozwój finansowy, czy rozwój finansowy sprzyja wzrostowi, a może mamy do czynienia z zależnością dwukierunkową. Na tę ostatnią wskazywali w swoich pracach m.in. W.S. Jung (1986) oraz P.O. Demetriades i K.A. Hussein (1996). Twierdzili oni, że związek ten jest obustronny, zwłaszcza w krajach rozwijających się. Natomiast K. Neusser i M. Kugler (1998) uważali, że to system finansowy korzystnie oddziałuje na wzrost gospodarczy. T. Beck, A. Demirguc-Kunt i R. Levine (2004) stwierdzili, iż rozwój systemu finansowego przyczynia się do redukcji nierówności, ponieważ najsilniej wpływa na biedniejsze warstwy społeczeństwa. Badania empiryczne wskazują, że kraje osiągające wyższy poziom rozwoju finansowego odnotowują poprawę wskaźników świadczących o rozwoju społecznym. W krajach o wysoko rozwiniętym systemie finansowym w szybszym tempie spada współczynnik Giniego, zmniejsza się udział osób żyjących za mniej niż 1 USD dziennie [Kachniewski i in. 2008, s. 7-8]. J. Schumpeter podkreślał, że jeżeli systemy finansowe nie funkcjonują właściwie, to państwa dążą do ich reformowania [Jail, Ma 2008, s. 29-68].

3. Urynkowienie gospodarki podstawą do dalszego wzrostu

Nie bez znaczenia dla obecnej kondycji gospodarki Indii okazały się reformy zainicjowane w 1991 roku, które były odpowiedzią na kryzys finansowy, jaki dotknął to państwo po upadku ZSRR. Reformy premiera Narasimha Rao, w wyniku których nastąpiło odejście od gospodarki opartej na własności państwowej, obejmowały cztery główne obszary: finanse publiczne i decentralizację gospodarki, liberalizację i ograniczenie interwencjonizmu państwowego, otwarcie na handel i inwestycje zagraniczne, obniżenie barier handlowych, w tym kontroli dewiz, oraz rozwój instytucji i regulacji dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. W ramach gospodarczego programu reform przeprowadzone reformy sektora finansowego miały na celu poprawę efektywności alokacji środków, zapewnienie stabilności finansowej i podtrzymanie zaufania do systemu finansowego [Chakraborty 2008, s. 4]. Na liście niezbędnych działań były m.in. deregulacja stóp procentowych, zmniejszenie wymogów co do poziomu rezerw obowiązkowych utrzymywanych w gotówce oraz wskaźników płynności, umożliwienie wejścia na indyjski rynek podmiotom z kapitałem zagranicznym, ograniczenie udziału państwa w sektorze bankowym, ujednoczenie standardów bankowości, a także reforma rynku kapitałowego. Celem była zmiana dotychczasowego modelu gospodarczego Indii, a jego nowy kształt miał się opierać na zasadach samorządności, wolnej konkurencji, na otwarciu na świat, w tym na inwestycje zagraniczne.

4. Rozwój sektora bankowego w Indiach

Literatura przedmiotu wskazuje na liczne związki pomiędzy poziomem rozwoju sektora bankowego a rozwojem gospodarczym, zmniejszaniem dysproporcji społecznych, redukcją biedy oraz włączeniem finansowym (*financial inclusion*)¹ – tworzeniem równego dostępu do podstawowych usług finansowych [Ganesh 2013]. Sektor bankowy jest istotną częścią systemu finansowego w każdym kraju. W głównej mierze to właśnie banki umożliwiają gromadzenie nadwyżek kapitału od podmiotów, a następnie ich alokację. Ponadto banki komercyjne poprzez udzielanie kredytów angażują się pośrednio w realizację projektów inwestycyjnych firm. J. Schumpeter uważał, że sprawnie funkcjonujące banki stymulują rozwój innowacji i rozprzestrzenianie się technologii poprzez udział w finansowaniu przedsięwzięć wdrażających innowacyjne produkty oraz stosujących innowacje procesowe, a zatem silnie oddziałują na wzrost gospodarczy [Levine 1997, s. 688-726; Jail, Ma 2008, s. 30].

Obecnie indyjski sektor finansowy jest zdominowany przez sektor bankowy (aktywa bankowe w 2010 roku stanowiły prawie 70% aktywów finansowych kraju)

¹ Włączenie finansowe – proces tworzenia dostępu do odpowiednich produktów i usług finansowych, na które istnieje zapotrzebowanie we wszystkich segmentach społecznych (również w grupach o niskich dochodach) po niskim koszcie oraz w transparentny sposób, przez instytucje finansowe.

[*India: Financial...* 2013, s. 13], co w znacznym stopniu przyczynia się do intensyfikacji aktywności gospodarczej [Rajan, Reddy, Pandit 2011, s. 3]. Wpływ sektora bankowego na rozwój gospodarczy w Indiach uwidocznił się szczególnie w 1969 roku, gdy znacjonalizowano 14 znaczących banków komercyjnych, oraz w 1980 roku, kiedy to nacjonalizacji poddano kolejnych 8 banków. Głównym celem tego działania było dotarcie z usługami finansowymi do społeczności zamieszkujących obszary wiejskie. W konsekwencji doprowadziło to do poszerzenia zasięgu usług bankowych oraz do znacznego wzrostu wartości depozytów bankowych [Rajan, Reddy, Pandit 2011, s. 3]. Opisane działania przyczyniły się jednak do wyraźnego osłabienia pozycji banków komercyjnych, czyniąc je mało efektywnymi. W 1991 roku w Indiach miała miejsce deregulacja systemu bankowego, po której wprowadzono szereg reform. Jedną z ich konsekwencji było umożliwienie powstania nowych prywatnych banków, co zapoczątkowało podział na stare i nowe banki prywatne, a także zezwolenie na wejście banków zagranicznych na rynek. Zestawienie wybranych różnic w sektorze bankowym przed rokiem 1991 i po nim prezentuje tab. 1.

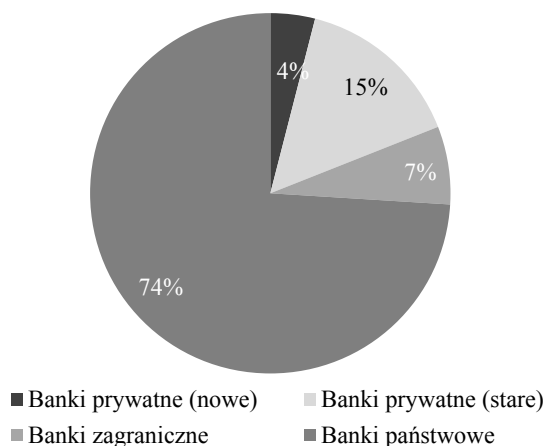
Tabela 1. Wybrane charakterystyki sektora bankowego w Indiach przed deregulacją w 1991 roku i po deregulacji

	Przed 1991	Po 1992
Stopy procentowe	oprocentowanie administrowane odgórnie	stopy procentowe uległy deregulacji, z nielicznymi wyjątkami
Konkurencja na rynku	ograniczona, większość podmiotów należy do państwa	zwiększona konkurencja, wejście na rynek nowych banków prywatnych oraz banków zagranicznych
Dywersyfikacja oferty	ograniczona	nowe produkty i nowe kanały dystrybucji
Nadzór regulacyjny	ścisły nadzór sprawowany przez Reserve Bank of India	większa autonomia banku, nadzór zależny od oceny ryzyka

Źródło: [Krishnan 2011, s. 17].

W 2012 roku na rynku indyjskim funkcjonowały 173 banki komercyjne (łącznie 83,2 tys. oddziałów) [*Quarterly Statistics...* 2012, s. 9], które w tymże roku zgromadziły łącznie depozyty o wartości 64,5 bln rupii [*A Profile of Banks...* 2012, s. 7]. Struktura własnościowa indyjskich banków w 2012 roku została przedstawiona na rys. 1.

Jak z rysunku wynika, po reformach w 1991 roku sektor bankowy uległ rozproszeniu. Mimo że na rynku w dalszym ciągu dominują banki państwowe, to coraz większe znaczenie zyskują nowe banki prywatne oraz banki zagraniczne. W latach 1991-1992 wskaźnik Herfindahla (indeks koncentracji) dla aktywów sektora bankowego spadł o 28% oraz o kolejnych 20% do roku 2001. W analizowanym okresie State Bank of India, największy indyjski bank, odnotował spadek udziału w rynku



Rys. 1. Struktura własnościowa banków w Indiach w roku 2012

Źródło: [India: Financial... 2013, s. 13].

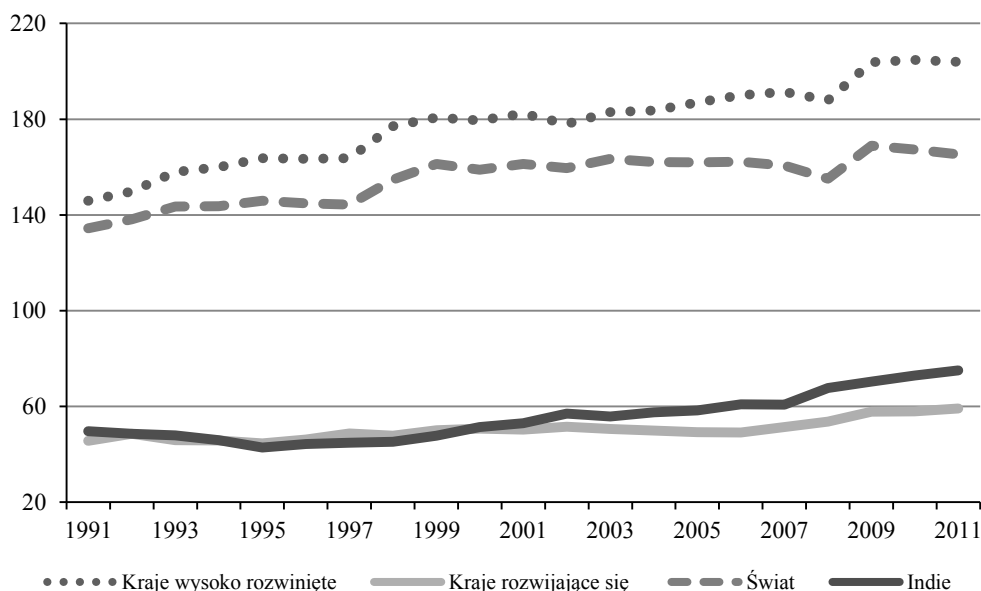
z 28% do 24% [Allen, Chakrabarti 2007, s. 32]. Mimo to SBI w dalszym ciągu pozostaje zdecydowanie największym bankiem w Indiach (m.in. ze względu na zysk netto, liczbę posiadanych oddziałów, aktywów oraz depozytów). Zestawienie dziesięciu największych banków w Indiach według zysku netto za okres sprawozdawczy 2011-2012 oraz ich wybrane dane finansowe prezentuje tab. 2.

Tabela 2. Największe banki w Indiach w latach 2011-2012 według zysku netto (w mln rupii)

Lp.	Bank	Własność	Liczba oddziałów	Zysk netto	Aktywa	Depozyty	Współczynnik wypłacalności
1	State Bank of India	państwowy	14 316	82 645	14 400 610	10 436 474	13,66%
2	ICICI Bank Limited	prywatny (nowy)	2780	51 514	4 736 470	2 554 999	18,52%
3	Punjab National Bank	państwowy	5231	44 335	4 700 131	3 795 885	12,63%
4	Bank of Baroda	państwowy	3992	42 417	4 473 214	3 848 711	14,67%
5	Canara Bank	państwowy	3681	40 259	3 720 951	3 270 537	13,76%
6	HDFC Bank Limited	prywatny (nowy)	2186	39 264	3 379 090	2 467 064	16,52%
7	Axis Bank Limited	prywatny (nowy)	1657	33 885	2 856 628	2 201 043	13,66%
8	Bank of India	państwowy	4021	24 887	3 645 565	3 182 160	11,95%
9	Union Bank of India	państwowy	3329	20 820	2 359 844	2 228 689	11,85%
10	Standard Chartered Bank	bank zagraniczny	95	20 593	1 216 855	639 647	11,05%

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych banków publikowanych na ich stronach internetowych oraz [India's Top... 2013; A Profile of Banks... 2012].

Wyniki osiągnięte przez podmioty sektora bankowego w znacznym stopniu przekładają się na efektywność całego sektora finansowego, a co za tym idzie – całej gospodarki. W literaturze przedmiotu prezentowana jest opinia, że w ciągu ostatnich dziesięciu lat efektywność banków indyjskich stopniowo się zwiększała [Allen, Chakrabarti 2007, s. 33]. Jednym ze wskaźników obrazujących kształtowanie się efektywności banków jest udział kredytów bankowych w relacji do PKB kraju. Kształtowanie się tego wskaźnika w Indiach na tle innych grup państw prezentuje poniższy wykres.



Rys. 2. Kredyty bankowe w relacji do PKB w latach 1991-2011 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>, dostęp 4.02.2013.

Wskaźnik bankowych kredytów w relacji do PKB w Indiach od 2000 roku jest wyższy niż analogiczny wskaźnik dla grupy krajów o średnim poziomie rozwoju (do których zgodnie z metodyką Banku Światowego zaliczane są Indie). W Indiach w latach 1995-2011 analizowana relacja wykazywała tendencję do wzrostu. W 2011 roku wskaźnik ten dla Indii wynosił 75,1% (wzrost o 25,4 punktu procentowego w porównaniu z rokiem 1991), natomiast dla grupy – 59,1%. Jednak w porównaniu z całym światem oraz z krajami wysoko rozwiniętymi Indie w dalszym ciągu pozostają daleko w tyle. W krajach o wysokim poziomie rozwoju średni wskaźnik wynosił 203,9%, a zatem prawie trzykrotnie więcej niż w Indiach.

5. Mikrofinanse – klucz do włączenia finansowego w Indiach?

Rozwój sektora bankowego w Indiach jest znacznie utrudniony przez wysokie koszty pośrednictwa oraz ograniczenia w penetracji rynku. Zgodnie z szacunkami Banku Światowego w Indiach w 2012 roku istniało jedynie 10,9 oddziałów bankowych na 100 tys. dorosłych mieszkańców (dla porównania w Polsce i w USA odpowiednio 45,8 i 35,4). Pomimo względnie dużego rozmiaru sektora bankowego zaledwie ok. 55% populacji posiada konta bankowe, z czego poniżej 9% dysponuje kontami kredytowymi, a 5,9% gospodarstw domowych dysponuje kartami kredytowymi [Chattopadhyay 2011, s. 14]. Dlatego powszechnie uważa się, że mikrofinanse są kluczem do włączenia finansowego w Indiach.

Mikrofinanse to narzędzia zapewniające ludziom o niskich dochodach możliwość korzystania z usług finansowych, m.in. mikrokredyty, lokaty bankowe, mikroubezpieczenia lub transfery pieniężne. Liczne badania dowodzą, że mikrofinanse – udostępniające usługi dla ubogich gospodarstw – prowadzą do polepszenia ekonomicznego bytu społeczeństwa, gwarantują stabilność oraz wzrost przedsiębiorczości. Mikrofinanse nie są jedynie systemem finansowania społeczeństwa. Stwarzają one narzędzie, które ma prowadzić do społecznych zmian, stanowić inicjatywę do samozatrudnienia, a w konsekwencji wyjścia z ubóstwa. W 2006 roku Muhammad Yunus otrzymał ekonomiczną Nagrodę Nobla za stworzenie mikrokredytu jako metody walki z ubóstwem.

Mikrofinanse są jednym z najszybciej rozwijających się segmentów indyjskiego sektora finansowego. Dynamiczny rozwój przypadł szczególnie na okres ostatnich 10 lat i miał związek z zaangażowaniem się rządu oraz podmiotów prywatnych. Podmiotami dostarczającymi usługi mikrofinansowe w Indiach są m.in.: wyspecjalizowane jednostki o zasięgu państwowym, jak np.: NABARD (National Bank for Agriculture and Rural Development), SIDBI (The Small Industrial Development Bank of India), banki komercyjne – zarówno państwowe, jak i prywatne, regionalne banki z obszarów wiejskich oraz niebankowe firmy finansowe.

Dominującym modelem mikrokredytu w Indiach jest model samopomocy (Self-Help Groups – SHG), który umożliwia grupom pożyczkowym (przeważnie do 20 osób, ze znaczną dominacją kobiet) pośredni dostęp do usług bankowych. Inny model tworzą wyspecjalizowane instytucje mikrofinansowe (MFI), które ze swoimi usługami w 2012 roku dotarły do 31,4 mln Hindusów. W 2012 roku istniało 170 MFI, warto jednak podkreślić, że 20 największych z nich tworzy 95% całkowitego portfela mikropożyczek udzielonych przez MFI [Allen, Chakrabarti 2007, s. 50]. Łącznie te dwie formy udzielania mikrokredytów dotarły do 86,3 mln osób w Indiach. Średnia wartość mikrokredytu w Indiach w 2010 roku przypadająca na jednego członka SHG wynosiła 4,9 tys. rupii, natomiast na jednego klienta MFI – 6,6 tys. rupii [Srinivasan 2012, s. 23].

Należy mieć jednak na uwadze, że mikrofinanse, mimo dynamicznego rozwoju, nie eliminują całkowicie wykluczenia w Indiach, gdyż nie docierają do całej ludno-

Tabela 3. Wybrane dane dotyczące SHG i MFI w Indiach w latach 2008-2010

Wyszczególnienie	2008	2009	2010
Konta bankowe z zaciągniętymi kredytami, w mln	41,0	39,2	45,2
Członkowie grup wsparcia finansowego (SHG), w mln	47,1	54,0	59,6
SHG – wartość portfela udzielonych mikro kredytów, w mld rupii	226,8	272,7	306,3
Klienci instytucji mikrofinansowych (MFI), w mln	14,1	22,6	26,7
MFI – wartość portfela udzielonych mikro kredytów, w mld rupii	117,3	183,4	207,6
Liczba MFI		264	170

Źródło: [Srinivasan 2012, s. 23].

ści tego kraju. Są krokiem naprzód w drodze do finansowego włączenia, ale w dalszym ciągu znaczny procent mieszkańców Indii pozostaje bez dostępu do oferowanych produktów oraz usług finansowych. Zasięg funkcjonowania mikrofinansów cechuje duża dysproporcja geograficzna. Koncentruje się on w południowej części państwa – zgodnie z szacunkami aż 83% gospodarstw domowych korzystających z mikro kredytów zamieszkuje południe Indii [Srinivasan 2012, s. 51].

6. Rynek kapitałowy a rozwój systemu finansowego

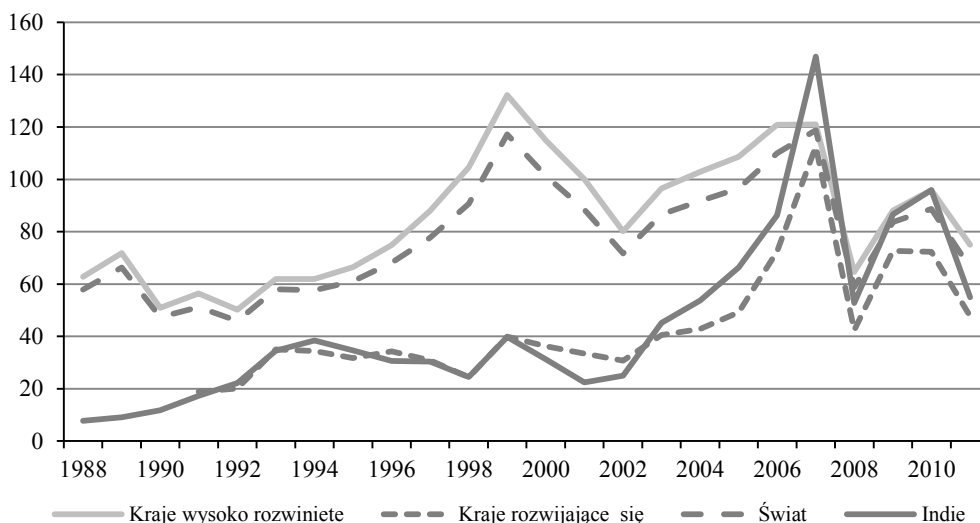
Integralną częścią zainicjowanego w 1991 roku programu reform była reforma funkcjonowania rynku kapitałowego, mająca na celu zwiększenie jego efektywności i przejrzystości działania, dotychczas bowiem rynek kapitałowy podlegał ścisłej kontroli rządu [Chakraborty 2008, s. 4-6]. Na mocy ustawy z 1992 roku powołano organ nadzorujący rynek kapitałowy – SEBI (The Securities and Exchange Board of India), do którego obowiązków należy ochrona interesów inwestorów oraz promocja i regulacja rynku papierów wartościowych w Indiach². Rok później zagraniczni inwestorzy instytucjonalni uzyskali dostęp do hinduskiego rynku kapitałowego, a firmy krajowe otrzymały pozwolenie na pozyskiwanie kapitału za granicą poprzez emisję globalnych kwitów depozytowych (GDR). Mimo iż już od 1875 roku funkcjonowała w Indiach giełda papierów wartościowych – Bombay Stock Exchange (BSE), to w rzeczywistości jej działalność była w znacznej mierze ograniczona. W 1994 roku utworzono National Stock Exchange (NSE), która dzięki nowoczesnym rozwiązaniom, takim jak elektroniczna platforma obrotu i izba rozliczeniowa, miała wyrzucić presję na modernizację BSE. Działania te przyniosły oczekiwany efekt, gdyż już rok po powołaniu NSE wprowadzony został handel elektroniczny na BSE [Chakraborty 2008, s. 6].

² Strona internetowa The Securities and Exchange Board of India, http://www.sebi.gov.in/sebi-web/stpages/about_sebi.jsp, dostęp 2.02.2013 r.

Od początku lat 90. ubiegłego wieku rynek kapitałowy w Indiach przeszedł transformację – od mało rozwiniętego rynku, na którym handlowano niewielką liczbą tradycyjnych instrumentów finansowych w postaci materialnej, do zdematerializowanego systemu obrotu, na którym zawierane są transakcje zarówno na tradycyjnych dłużnych lub udziałowych papierach wartościowych, jak i na instrumentach pochodnych. Deregulacja, zwiększenie przejrzystości, nacisk na przestrzeganie standardów rachunkowości i ładu korporacyjnego, a także skrócenie okresu rozliczeniowego z 14 do 2 dni przyciągnęły na indyjskie giełdy wyspecjalizowanych pośredników. Pojawienie się izb rozliczeniowych zminimalizowało natomiast ryzyko kontrahenta w zawieranych transakcjach [Krishnan 2011, s. 5-6].

Obecnie w Indiach istnieje aż 21 giełd, przy czym jedynie 8 posiada stałe pozwolenie na działalność, wydawane przez SEBI, pozostałe muszą cyklicznie je odnawiać. Znaczenie ogólnonarodowe posiadają jednak tylko NSE oraz BSE, a obrót na tych giełdach stanowi 99% obrotu papierami wartościowymi w całym kraju. Na pozostałych giełdach aktywność inwestorów jest znikoma. W okresie 2011-2012 oprócz wyżej wspomnianych NSE oraz BSE jedynie na giełdzie w Kalkucie dokonywano transakcji na papierach wartościowych, przy czym znaczenie tych transakcji było niewielkie [*Securities and Exchange...* 2011-2012, s. 62-63, 97].

Rysunek 3 przedstawia wskaźnik kapitalizacji rynkowej wszystkich spółek notowanych na indyjskich giełdach w relacji do PKB Indii w latach 1988-2011, na tle świata oraz krajów wysoko rozwiniętych i krajów rozwijających się.

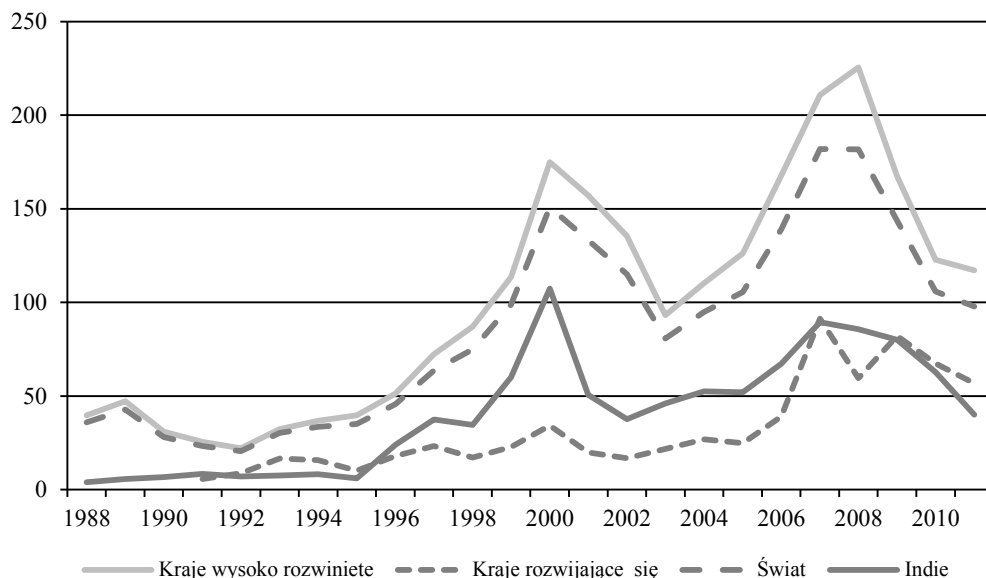


Rys. 3. Kapitalizacja rynkowa notowanych spółek w relacji do PKB w latach 1988-2011 w Indiach na tle wybranych grup państw

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>, dostęp 3.02.2013.

Wskaźnik kapitalizacji rynkowej w relacji do PKB zwiększał się eksponentalnie od połowy lat 90. ubiegłego wieku aż do czasu światowego kryzysu finansowego, co było typowe dla gospodarek wschodzących. W 2007 roku wskaźnik ten osiągnął swoje maksimum (146,9% PKB) i był znacznie wyższy od średniej światowej (118,7%), a także od średniej dla krajów wysoko rozwiniętych (120,9%). Globalny kryzys na rynkach finansowych spowodował gwałtowny spadek wartości rynkowej firm, zarówno w krajach wysoko rozwiniętych, jak i w gospodarkach wschodzących. Obecnie, po krótkotrwałym ożywieniu, wyceny rynkowe uległy ponownemu obniżeniu, co w przypadku Indii spowodowało znaczną dywergencję relacji kapitalizacji rynkowej do PKB, nie tylko od średniej dla krajów rozwiniętych, ale również od średniej globalnej. Na koniec 2011 roku analizowany wskaźnik dla Indii wyniósł 54,9% PKB, podczas gdy średnia dla świata kształtowała się na poziomie 66,2% PKB.

W ujęciu nominalnym kapitalizacja spółek w analizowanym okresie wzrosła ponad 43-krotnie, z 23,6 mld USD w 1988 roku do 1,0 bln USD na koniec roku 2011. Od początku lat 90. XX wieku liczba firm notowanych na giełdach w Indiach uległa podwojeniu. W 1990 roku istniało 2,4 tys. spółek giełdowych, a w 2011 roku już 5,1 tys.³ Badania wykazują, iż wysokie wyceny indyjskich spółek w latach 1991-2008 w większości były podyktowane czynnikami fundamentalnymi [Mehra 2010].

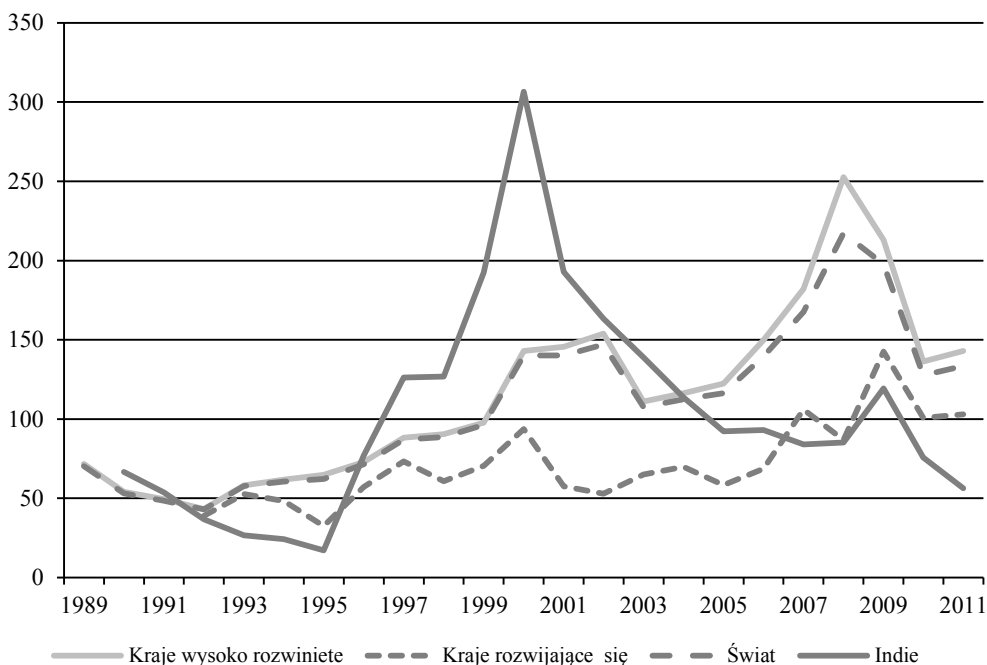


Rys. 4. Wartość transakcji na rynku akcji w relacji do PKB w latach 1988-2011 w Indiach na tle wybranych grup państw

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>, dostęp 3.02.2013.

³ Dane Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>, dostęp 3.02.2013.

Rysunek 4 przedstawia wartość transakcji dokonywanych w danym roku na rynku akcji spółek krajowych w Indiach na tle wybranych grup krajów w relacji do PKB. Wskaźnik ten stanowi naturalne uzupełnienie omawianego wcześniej współczynnika kapitalizacji rynkowej do PKB. Pokazuje on, czy rzeczywiście wielkość rynku znajduje uzasadnienie w wielkości zawieranych na nim transakcji. Okazuje się, iż w takim porównaniu Indie plasują się poniżej średniej globalnej, a w ostatnich latach również poniżej średniej dla krajów rozwijających się. Dynamiczny wzrost wartości rynkowej notowanych przedsiębiorstw nie znajdował zatem odzwierciedlenia w wartości zawieranych transakcji. Powyższe wnioski potwierdzają dane dotyczące kształtowania się współczynnika obrotu dla indyjskich spółek, przedstawione na rys. 5. Od 2000 roku wolumen obrotu akcji na indyjskich giełdach w relacji do kapitalizacji rynkowej sukcesywnie ulega obniżeniu. Na koniec 2011 roku współczynnik obrotu wyniósł jedynie 40%.



Rys. 5. Współczynnik obrotu dla akcji spółek krajowych notowanych na giełdach krajowych w latach 1988-2011 w Indiach na tle wybranych grup państw

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>, dostęp 3.02.2013.

Oprócz regulacji dotyczących ochrony praw inwestorów Hindusów do inwestycji na rynku kapitałowym mają zachęcać ulgi podatkowe (zyski kapitałowe nie podlegają w Indiach opodatkowaniu). Pomimo że deregulacja i liberalizacja przyczynia-

ją się do rozwoju rynku kapitałowego, badania wykazują, iż w przypadku Indii nie istnieje znacząca długoterminowa zależność pomiędzy wzrostem kapitalizacji rynkowej w odniesieniu do PKB a nakładami brutto na środki trwałe, które przyczyniają się do wzrostu gospodarczego [Sarkar 2007]. Z drugiej strony, jak dowodzą A. Naka, T. Mukherjee oraz D. Tuftę [1998], zmienne makroekonomiczne, takie jak produkcja przemysłowa, inflacja czy podaż pieniądza, wpływają na kształtowanie się cen akcji. Przy tym czynnikiem o największym pozytywnym wpływie na ceny akcji jest produkcja przemysłowa, a zmienną mającą negatywny wpływ na wycenę jest inflacja. Analiza empiryczna potwierdza zatem teorie makroekonomiczne.

W ciągu ostatnich lat można było zaobserwować wzrost znaczenia instrumentów pochodnych, na rynku zarówno giełdowym, jak i pozagiełdowym. Wartość transakcji zawartych na rynku instrumentów pochodnych w okresie od kwietnia 2011 roku do marca 2012 roku przewyższyła wartość transakcji zawartych na rynku kasowym 11-krotnie. Handel instrumentami pochodnymi odbywa się głównie na NSE (99% całości obrotu na instrumentach pochodnych). Największe znaczenie wśród instrumentów pochodnych mają opcje i kontrakty *futures* na akcje oraz na indeksy akcji [*Securities and Exchange...* 2011-2012, s. 62-72]. Według rankingu Światowej Federacji Giełd NSE należy do pierwszej piątki najbardziej aktywnych giełd pod względem liczby zawartych kontraktów terminowych oraz opcji na akcje i indeksy akcji w danym roku [*2012 WFE Market...* 2013, s. 20-21]. Rozwój rynku instrumentów pochodnych w Indiach jest imponujący, zważywszy, iż jest to rynek stosunkowo młody – pierwsze transakcje na instrumentach pochodnych miały miejsce dopiero w 2001 roku [Krishnan 2011, s. 8].

Rynek instrumentów dłużnych jest w Indiach zdominowany przez skarbowe papiery wartościowe. Obligacje skarbowe na koniec 2010 roku stanowiły 39,5% PKB. Obligacje korporacyjne w Indiach stanowią znikomą część rynku kapitałowego. Na koniec 2010 roku ich wartość ukształtowała się na poziomie 1,6% PKB [Raghavan 2012, s. 120-121], podczas gdy w przypadku rynków rozwiniętych rynek obligacji korporacyjnych osiąga rozmiary podobne do rynku akcji [Khanna, Varotil 2012, s. 6]. Dodatkowo rynek obligacji korporacyjnych jest nie płynny. Uważa się [Golaka 2012, s. 5-8], iż na obecny stan rzeczy wpływ mają regulacyjne rozwiązania instytucjonalne. Brak przejrzystych przepisów dotyczących egzekwowania wierzytelności, likwidacji czy bankructwa przedsiębiorstw nie chroni interesów inwestorów, nie zachęcając ich tym samym do inwestycji na rynku długu korporacyjnego. Tymczasem płynny rynek obligacji korporacyjnych pozwala nie tylko na pozyskanie przez firmy kapitału, często tańszego od bankowych źródeł finansowania, ale również poprzez analizę rentowności i spreadów umożliwia inwestorom uzyskanie informacji o firmie, ryzyku kredytowym czy prawdopodobieństwie niewypłacalności.

Badania empiryczne wskazują, iż nawet dobrze rozwinięty rynek akcji nie jest w stanie zrekomensować braku możliwości finansowania dłużnego (zarówno finansowania bankowego, jak i rynku obligacji korporacyjnych) [Oura 2008]. Dla dalszego rozwoju indyjskich przedsiębiorstw, zwłaszcza tych kapitałochłonnych, nie-

zbędne wydaje się wspieranie rynku instrumentów dłużnych. SEBI podejmuje działania mające na celu rozwój tego rynku.

Teorie makroekonomiczne wskazują, iż dobrze rozwinięty rynek akcji przyczynia się do wzrostu oszczędności (zwiększa wachlarz dostępnych instrumentów finansowych, pozwalając inwestorom na dywersyfikację portfela oszczędności) i efektywnej alokacji kapitału, co w rezultacie przyczynia się do wzrostu gospodarczego. Ponadto pozwala on przedsiębiorstwom na pozyskiwanie tańszych źródeł finansowania, sprzyjając w ten sposób ich rozwojowi [Seetanaah i in. 2012, s. 2-3]. Powyższe założenia są jednak trudne do zweryfikowania w praktyce. Istnieją prace potwierdzające silną korelację pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego a wzrostem gospodarczym [Levine, Zervos 1998; Ahmad, Khan, Tariq 2012], nie brak jest również dowodów empirycznych zaprzeczających istnieniu tego typu zależności [Nagashi 1999], zwłaszcza w przypadku krajów rozwijających się, do których zaliczają się również Indie.

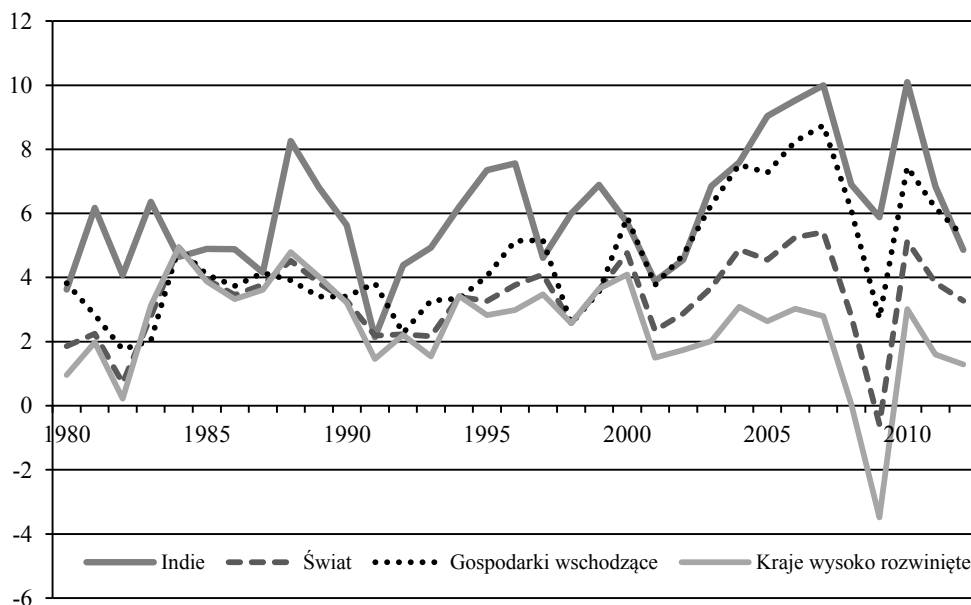
7. Wzrost gospodarczy

Gospodarka Indii od ponad dekady przykuwa uwagę świata swoimi imponującymi wynikami i wzrostem gospodarczym. Indie, obok Brazylii, Chin, Rosji i RPA, znalazły się w gronie państw dysponujących ogromnym potencjałem wzrostu i utworzyły grupę BRICs. Indie to duże, liczące prawie 1,3 mld ludzi, społeczeństwo, w którym mediana wieku to ok. 26,5 roku. Niewątpliwie jest to ogromny atut tego kraju, który dzięki dostępności siły roboczej (w tym wykwalifikowanej, angielskojęzycznej kadry pracowniczej) jest jednym z największych światowych centrów offshoringu. Zamiast na działania prowadzące do wykorzystania siły roboczej oraz konkurowania kosztami produkcji Indie wybrały inne podejście do gospodarki, a mianowicie politykę zmierzającą do wsparcia niektórych gałęzi przemysłu, z naciskiem na wysokie technologie, by kraj mógł sprostać światowej konkurencji [Liberska 2007]. Dzięki reformom wewnętrznym Indie stały się bardzo atrakcyjnym krajem dla inwestorów zagranicznych.

Szybko rosnąca klasa średnia, licząca obecnie ok. 270 mln konsumentów, jest ważną siłą napędową gospodarki. Wzrost gospodarczy ma głównie charakter oddolny i odbywa się poprzez rozwój sektora usługowego (ok. 56-procentowy udział w tworzeniu wartości dodanej⁴) – w mniejszym stopniu przemysłowego oraz lokalnej przedsiębiorczości [Hołdak 2006, s. 142].

Rosnąca konkurencyjność Indii jest również wynikiem uzyskanej stabilizacji gospodarczej oraz integracji z gospodarką światową, zapoczątkowanej w latach 90. XX wieku. W 2012 roku Indie zamykały pierwszą dziesiątkę największych gospodarek świata, z PKB na poziomie 1,9 bln USD. W 2012 roku w porównaniu z rokiem 1980 indyjski PKB zwiększył się blisko 11-krotnie, z rokiem zaś 2002 – 3,8 raza.

⁴ Dane Banku Światowego, stan na 1.02. 2013.



Rys 7. Dynamika zmian PKB Indii na tle świata, gospodarek wschodzących oraz krajów wysoko rozwiniętych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, *World Economic Outlook Database*, 2013.

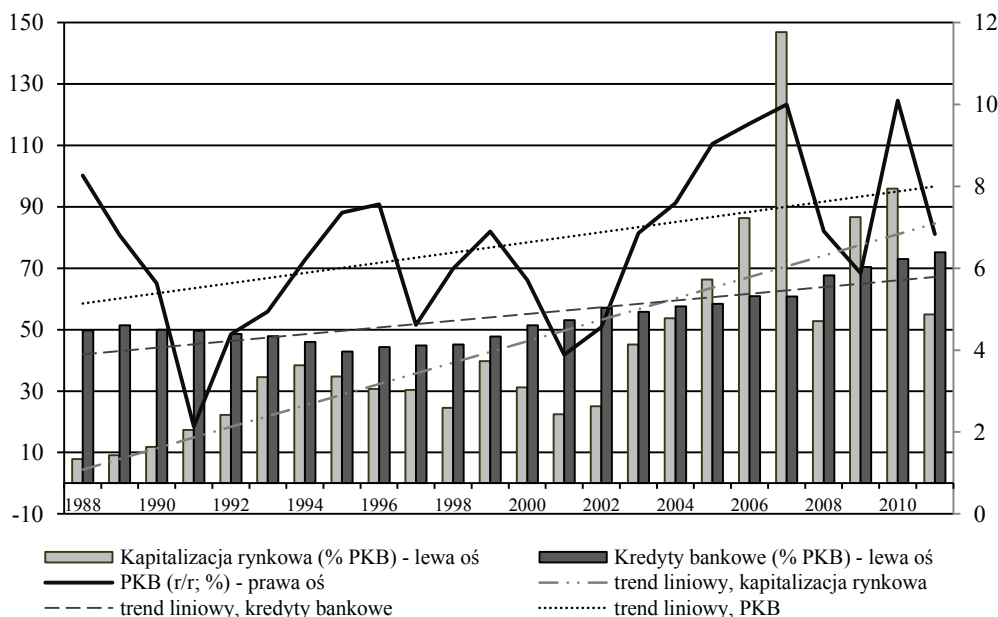
Na tle świata, grupy gospodarek wschodzących oraz krajów wysoko rozwiniętych, dynamika indyjskiego PKB wygląda korzystnie (rys. 7). Kraj ten, mimo że w przeszłości doświadczał wyraźnie spowolnienia wzrostu, nie odnotował spadku produktu krajowego. Indie w okresie 1980-2001 „rosły” w średnim tempie około 5,4%, a w latach 2002-2012 około 7,5% rocznie. W tych samych okresach gospodarka światowa rosła odpowiednio 3,2% oraz 3,7%, a kraje wysoko rozwinięte – 2,9% oraz 1,6% średnio w roku. Mimo niewielkiego spowolnienia gospodarczego w 2012 roku kraj ten w dalszym ciągu pretenduje do miana światowego lidera gospodarczego. W 2011 roku PKB Indii w przeliczeniu na mieszkańca wyniósł około 1488 USD i mimo że w dalszym ciągu jest on stosunkowo niski, jego wzrost w porównaniu z rokiem 2000 był przeszło trzykrotny.

Chociaż stopniowo zmniejszają się nierówności społeczne, w dalszym ciągu duża część społeczeństwa żyje w ubóstwie. W 2011 roku ponad 41% mieszkańców Indii żyło za mniej niż 1,25 USD dziennie (mierzone PPP). W porównaniu z innymi krajami zaliczanymi do BRICs wynik ten był znacznie gorszy. Mimo że od 1990 roku odsetek ludności mieszkającej w slumsach uległ zmniejszeniu, nadal jest on niezwykle wysoki – wynosi około 35%⁵. Podkreślić należy, że w Indiach dostęp do

⁵ <http://www.unhabitat.org/stats/Default.aspx>, dostęp 15.09.2012.

urządzeń sanitarnych ma zaledwie 34% ludności, co na tle pozostałych państw BRICs jest zdecydowanie najgorszym wynikiem. Indie charakteryzują się też najniższym poziomem urbanizacji (ponad 2/3 ludności mieszka na wsi), najniższymi nakładami na edukację i opiekę zdrowotną (w relacji do PKB), niewielkim odsetkiem użytkowników Internetu oraz telefonów komórkowych.

Według klasyfikacji Banku Światowego Indie znajdują się w grupie krajów o „średnio-niższym” poziomie rozwoju (*low-middle income economies*), tj. gospodarek, których dochód na mieszkańca jest wyższy niż 1026 USD i nie przekracza 4035 USD. Analiza podstawowych wskaźników związanych z poziomem rozwoju sektora bankowego (relacja kredytów bankowych do PKB) oraz rynku kapitałowego (kapitalizacja rynkowa w stosunku do PKB) na tle dynamiki wzrostu gospodarczego Indii dowodzi, że rozwój finansowy jest dodatnio skorelowany ze wzrostem gospodarczym tego państwa (rys. 8).



Rys. 8. Wybrane wskaźniki rozwoju sektora finansowego oraz dynamiki PKB w latach 1988-2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *World Economic Outlook Database* (MFW 2013) i Banku Światowego.

Indie wciąż mają wiele do nadrobienia w stosunku do krajów o „średnio-wyższym” poziomie rozwoju (*upper-middle income economies*). Szansą na awans cywilizacyjny (bo w takich kategoriach należy rozpatrywać dalszy rozwój Indii) może być postępujący rozwój sektora bankowego oraz rynku kapitałowego, co w dłuższym okresie może korzystnie oddziaływać na tempo wzrostu gospodarczego.

8. Podsumowanie

Właściwie funkcjonujący system finansowy wspiera zrównoważony wzrost gospodarczy. Pozwala absorbować znaczne środki i dodatkowo umożliwia efektywną ich alokację. Jest też impulsem do ograniczania nierówności oraz zmniejszania poziomu ubóstwa, ponieważ włączenie w system finansowy sprzyja poprawie warunków życia biedniejszej części populacji. Liczne reformy podejmowane od początku lat 90. ubiegłego stulecia przełożyły się na wzmocnienie systemu finansowego, wspieranego przez ciągłą poprawę systemu legislacyjnego i nadzoru. W efekcie Indie dołączyły do grupy krajów wyróżniających się pod względem tempa wzrostu gospodarczego nie tylko na tle regionu, ale także w skali świata.

Pomimo względnej stabilności indyjskiego systemu finansowego sektor ten ciągle napotyka bariery i ograniczenia we wspieraniu wzrostu gospodarczego. Wyzwaniem pozostaje zapewnienie włączenia w system finansowy czy rozwój rynku długu korporacyjnego.

Literatura

- 2012 *WFE Market Highlights*, World Federation of Stock Exchanges, 22.01.2013.
- Allen F., Chakrabarti R., De S., *India's Financial System*, The Wharton School University of Pennsylvania, 27.10.2007.
- A Profile of Banks: 2011-2012*, The Reserve Bank of India, Mumbai, 1.10.2012.
- Chakraborty I., *Financial Development and Economic Growth in India: An Analysis of the Post-Reform Period*, Institute of Development Studies Kolkata, Kolkata 2008.
- Chattopadhyay S.K., *Financial inclusion in India: A case-study of West Bengal*, RBI Working Paper Series no. 8, 2011.
- Ganesh U., *Financial inclusion in India*, Accountability Initiative, <http://www.accountabilityindia.in/accountabilityblog/2552-financial-inclusion-india>, dostęp 4.02.2013.
- Golaka N., *Indian corporate bonds market: an analytical prospective*, Munich Personal RePEc Archive, 2012.
- Hołdak K., *Indie nowe mocarstwo?*, „Bezpieczeństwo Narodowe” 2006, nr 2.
- India: Financial System Stability Assessment Update*, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 2013.
- India's Top Banks 2012*, http://www.dnb.co.in/IndiaTopBanks2012/PDF/Net_Profit_Listing.pdf, dostęp 4.02.2013.
- Jail A., Ma Y., *Financial development and economic growth: time series evidence from Pakistan and China*, „Journal of Economic Cooperation” 2008, no. 29.
- Kachniewski M. i in., *Giełda a rozwój*, FOR, SEG, PwC, Warszawa 2008.
- Karkowska R., *Teoria i funkcje systemu finansowego w kontekście narastającego ryzyka niestabilności*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2012.
- Khanna V., Varottil U., *Developing the market for corporate bonds in India*, NSE Working Paper no. 6, 2012.
- Krishnan K.P., *Financial development in emerging markets: The Indian experience*, ADBI Working Paper Series no. 276, 2011.

- Levine R., *Financial development and economic growth: views and agenda*, Policy Research Working Paper no. 35, 1997.
- Levine R., Zervos A., *Stock markets, banks, and economic growth*, „American Economic Review” 1998, vol. 88(3).
- Liberska B., *Indie spod znaku liberalizacji, prywatyzacji, globalizacji*, „Rzeczpospolita” 10.09.2007.
- Lucas R.E., *On the mechanics of economic development*, „Journal of Monetary Economics”, 1988, no. 22.
- Mehra R., *Indian equity markets: measures of fundamental value*, NBER Working Paper no. 16061, 2010.
- Merton R.C., *The financial system and economic performance*, „Journal of Financial Services Research” 1990, vol. 4, no. 4.
- Merton R.C., Bodie Z., *A conceptual framework for analyzing the financial environment*, Froot S.P. i in., *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston 1995.
- Nagaishi M., *Stock market development and economic growth: dubious relationship*, Economic and Political Weekly, vol. 34, no. 29, 1999.
- Naka A., Mukherjee T., Tufte D., *Macroeconomic Variables and the Performance of the Indian Stock Market*, University of New Orleans, 1998.
- Oura H., *Financial development and growth in India: a growing tiger in a cage?*, IMF Working Paper no. 08/79, 2008.
- Quarterly statistics on deposits and credit of scheduled commercial banks*, The Reserve Bank of India, Mumbai 2012.
- Raghavan S., *Corporate bond market in India: lessons from abroad and road ahead*, „International Journal of Trade, Economics and Finance” 2012, vol. 3, no. 2.
- Rajan S.S., Reddy K.L.N., Pandit V.N., *Efficiency and productivity growth in Indian banking*, Working Paper no. 199, Delhi School of Economics, 2011.
- Sarkar P., *Stock market development and capital accumulation: does law matter? A case study of India*, Munich Personal RePEc Archive, 2007.
- Securities and Exchange Board of India*, Annual Report 2011-2012.
- Seetanah B. i in., *Stock market development and economic growth: Evidence from least developed countries*, Berlin Working Papers on Money, Finance, Trade and Development no. 5, 2012.
- Srinivasan N., *Microfinance India. State of the Sector Report 2011*, Access, New Delhi, 2012.
- Zahid A., Khan A.A., Tariq A., *Stock market development and economic growth: A comparative study of Pakistan and Bangladesh*, „African Journal of Business Management” 2012, vol. 6(8), s. 2985-2989.

Strony internetowe

www.imf.org
www.rbi.org.in
www.sebi.gov.in
www.unhabitat.org
www.worldbank.org

FINANCIAL SYSTEM DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH – CASE STUDY OF INDIA

Summary: The aim of the article is to analyze the relationship between financial system development and economic growth. The influence of financial system development on real economy has been an object of interest of economists for a long time, which is confirmed by numerous empirical studies. A vast majority of scientists believes that there is a strong positive correlation between the level of financial development (financial system development in particular) and economic growth. Many empirical studies confirm that countries with a well developed financial system manage to achieve improvement in various social development indicators at the same time. The analysis presented in the article is based on the case study of India, an emerging market, where a number of financial reforms took place. The reforms enabled development of both the Indian banking sector and capital market. In the last couple of years India joined the group of countries with huge development potential. Due to steady economic growth, India has entered the top 10 of the world biggest economies. Financial system reforms contributed to the increase in the number of banks. New private banks were established and foreign banks entered the market. Unfortunately, it has proved not to be sufficient to grant an entire financial inclusion. In spite of the fact that financial assets in India are dominated by banking assets, the further development of banking sector is impeded by high agency costs and obstacles to market penetration. Even though the banking sector in India is relatively big, only 55 percent of population owns bank accounts and merely 5.9 percent – credit cards. In economic literature it is commonly accepted that microfinance creates an opportunity for the poor to access banking products and services, which should consequently lead to further economic growth. Capital market deregulation and liberalization attracted professional intermediaries and resulted in an increase in listed companies. During the upswing on global financial markets, the market capitalization to GDP ratio in India was higher than the ratio in developed economies. However, dynamic growth of market valuations of listed companies is not matched by the trading volume, which is proved by relatively low values of turnover ratio and stocks traded-to-GDP ratio. In a short period of time India managed to create a well-developed derivatives market from scratch. However, fixed income market in India is dominated by Treasury securities with corporate debt constituting only a small and illiquid segment of the market. Developed equity market and new lending growth constitute an important source of capital necessary for further development of domestic companies. Consecutive financial system development poses a challenge to India, however, it can also become a window of opportunity for improvement in economic outlook of this country. This paper is based on the literature and publications review as well as on the statistical analysis of quantitative and qualitative data.

Keywords: India, financial system, economic growth, microfinance, capital market.