

Grzegorz Tchorek
Katedra Gospodarki Narodowej
Uniwersytet Warszawski

KONWERGENCJA NOMINALNA A INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W HISZPANII, PORTUGALII I GRECJI NA DRODZE DO STREFY EURO

Abstrakt

Celem artykułu jest ocena wpływu wprowadzenia euro na przebieg integracji rynków finansowych w Hiszpanii, Portugalii i Grecji. W pierwszej kolejności weryfikacji podlegać spełnienie przez analizowane kraje nominalnych kryteriów konwergencji i ich wpływ na poziom stóp procentowych, który jest najprostszym i jednocześnie najpowszechniej wykorzystywanym miernikiem integracji finansowej. Drugim krokiem w analizie rynków finansowych badanych krajów będzie porównanie przemian struktury finansowania gospodarki w podziale na kredyt bankowy oraz instrumenty udziałowe i dłużne na drodze do strefy euro. Szczególnie istotna w tym kontekście jest odpowiedź na pytanie na ile wprowadzenie wspólnej waluty przyczyniło się do zwiększenia atrakcyjności rynkowych form angażowania i pozyskania kapitału, co sprzyja większej efektywności i elastyczności finansowania.

Doświadczenia badanych krajów UGW pozwalają sformułować następujące wnioski. Po pierwsze, efekty integracji rynków finansowych ujawniły się w większym stopniu tam, gdzie stworzono stabilniejsze ramy środowiska makroekonomicznego w postaci stabilizacji inflacji, długoterminowych stóp procentowych i stabilnych finansów publicznych, czyli tam gdzie przekonano inwestorów że wypełnienie kryteriów jest trwałe, a nie jedynie doraźnie. Po drugie, proces konwergencji nominalnej odegrał bardzo ważną rolę w integracji rynków finansowych poprzez ujednoczenie ramowych warunków ich funkcjonowania. Przyczyniło się to do wzrostu stabilności w gospodarce, co jednocześnie zmniejszyło ryzyko kraju i w konsekwencji spowodowało spadek krótko i długoterminowych stóp procentowych. Po trzecie, w efekcie postępów w procesie konwergencji nominalnej i przyjęcia waluty euro w badanych krajach nastąpił znaczny przyrostu kredytu dla sektora prywatnego. Zwiększeniu dostępności kredytu bankowego dla podmiotów niefinansowych towarzyszył rozwój rynkowych form pozyskania kapitału, w tym głównie rynków akcji.

Konwergencja nominalna w Hiszpanii Portugalii i Grecji¹

Konwergencja nominalna utożsamiana jest powszechnie z kryteriami kwalifikującymi do strefy euro – tzw. kryteriami z Maastricht, które dotyczą poziomu inflacji, poziomu stóp procentowych, kursu walutowego oraz poziomu deficytu i długu publicznego. Pozostają one

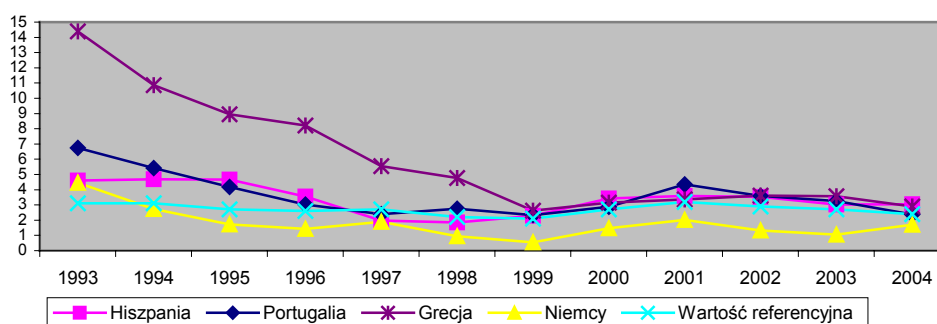
¹ Obok ilościowych kryteriów konwergencji niezmiernie ważną rolę na drodze każdego kraju do strefy euro odgrywa ocena jakościowego kryterium z Maastricht nawiązującego do niezależności banku centralnego oraz zakazu finansowania wydatków budżetowych przez tenże bank. Przyjęto, bowiem założenie, iż zagwarantowanie niezależności (instytucjonalnej, finansowej i personalnej) bankowi centralnemu nadaje mu jeden z najbardziej fundamentalnych atrybutów potrzebnych w budowaniu wiarygodności. Ustanowienie niezależności banków centralnych i zlikwidowanie możliwości monetarnego finansowania wydatków państwa nastąpiło w 1994 r w Hiszpanii i Grecji, podczas gdy w Portugalii już w 1992 r.

ze sobą w ścisłej współzależności, a o ich kształtowaniu decyduje kompozycja polityki fiskalnej i pieniężnej - tzw. *policy mix*. W myśl współczesnego spojrzenia na efektywność narzędzi polityki gospodarczej powinna się ona sprowadzać do kombinacji polityki fiskalnej i polityki pieniężnej sprzyjającej stabilności cen i finansów publicznych przyczyniając się do zapewnienia warunków dla stabilnego wzrostu ekonomicznego. Kryteria konwergencji nakierowane są zatem na kształtowanie stabilnego otoczenia makroekonomicznego, w którym system finansowy może sprawniej realizować swoje funkcje.

Kryteria monetarne

W Hiszpanii narzędziem walki z inflacją od połowy lat 90. stały się wysokie realnie stopy procentowe (w okresie 1994 - 1996 realna stopa procentowa banku centralnego wynosiła 5%) oraz konsolidacja finansów publicznych, co pozwoliło wyraźnie przyspieszyć proces dezinflacji od roku 1996 i umożliwiło ostrożne obniżanie stóp procentowych banku centralnego. W efekcie w latach 1997 - 1998 Hiszpania wypełniła kryterium inflacyjne (por. rys. 1).

Rys.1 Inflacja w Niemczech, Hiszpanii, Portugalii i Grecji, wartość referencyjna kryterium inflacyjnego w latach 1993 -2004



Źródło: Baza danych EIU

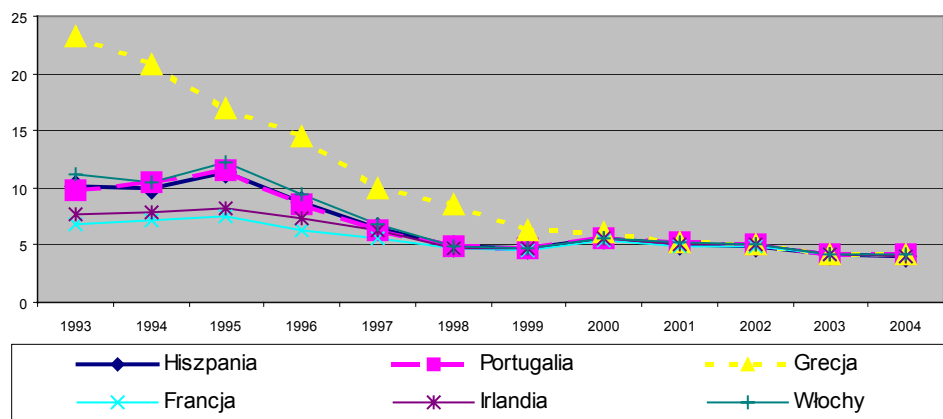
Proces dezinflacji potwierdzały jednocześnie obniżające się długookresowe stopy procentowe, które zmniejszyły się z poziomu 11,3 % w 1995r. do 4,8 % w 1998 r. i były jedynie o 0,1 % wyższe od stóp dziesięcioletnich obligacji niemieckich (por. rys. 2). Zwiększające się przekonanie o wejściu Hiszpanii do UGW pozwalało zmniejszać oczekiwania inflacyjne i wypełnić kryterium stóp procentowych w latach 1997 -1998.

Na początku lat 90. Portugalia była obok Grecji drugim krajem o najwyższym poziomie inflacji w UE (ponad 13% w r. 1990). Wysokie oczekiwania inflacyjne utrzymywane były za sprawą wysokiej inflacji oraz dużego deficytu budżetowego, który do r. 1995 znacznie przekraczał 6% PKB (za wyjątkiem r. 1992). W 1995 r. realne stopy procentowe wynosiły 10% by spaść poniżej 4% dopiero w 1998 r. Konieczność utrzymywania stóp procentowych na wysokim poziomie wymuszał proces konsolidacji fiskalnej, który co prawda pozwolił na obniżenie deficytu budżetowego do poziomu 3% PKB już w r. 1997, ale w efekcie zwiększenia dochodów budżetowych, a nie restrukturyzacji strony wydatkowej.

Wraz z postępami w zakresie redukcji inflacji, ograniczeniem oczekiwań inflacyjnych oraz rosnącym przekonaniem o zakwalifikowaniu Portugalii do trzeciego etapu UGW znajdowało to swoje odzwierciedlenie w spadających stopach długoterminowych, które były niższe od wartości referencyjnej prawie już w r. 1996. Kurs escudo zmieniał się w okresie refe-

rencyjnym w nieznacznym stopniu, co pozwoliło na spełnienie kursowego kryterium konwergencji.

Rys. 2 Stopy długoterminowe w wybranych krajach Europy w latach 1993 -2004



Źródło: Baza danych EIU

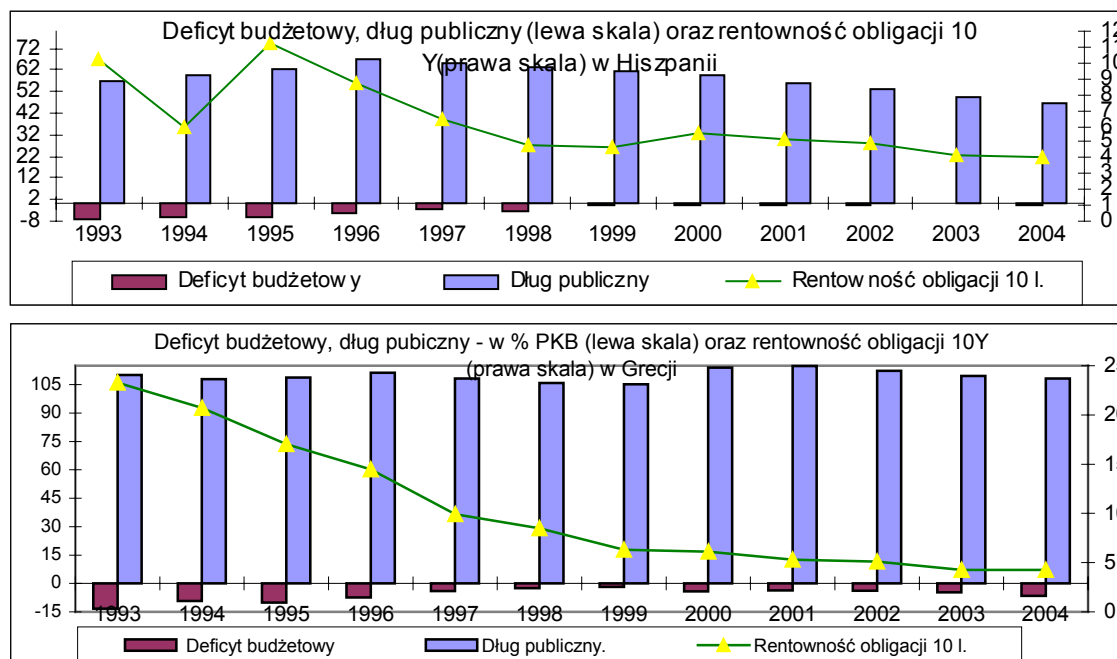
W Grecji na proces dezinflacji i obniżkę długoterminowych stóp procentowych wpływ miały utrwalone oczekiwania inflacyjne oraz ekspansywna polityka fiskalna. Na początku lat 90. Grecja była krajem o najwyższym poziomie inflacji (ponad 20% w 1990 r.) i deficytu budżetowego w UE (niemal 16% w 1990). Niepowodzenie w zakresie realizacji Pierwszego Programu Konwergencji, który miał doprowadzić Grecję do UGW uświadomiło, że gospodarka nie będzie w stanie spełnić kryteriów i zakwalifikować się do trzeciego etapu w 1999 r. W konsekwencji, w aktualizacji Programu konwergencji z 1997 r. określono termin realizacji kryteriów z Maastricht na 1998 r. lub 1999 r. oraz przyjęto 2001 r. jako docelową datę wprowadzenia euro. Narzędziem realizacji polityki dezinflacji były wysokie realne stopy procentowe (8-10% w latach 1998 – 1999) oraz polityka silnej drachmy, która wiązała się z podporządkowaniem polityki pieniężnej utrzymaniu stabilnego kursu walutowego. Warto zauważyć, iż na początku lat 90. Grecja miała najniższe realne stopy procentowe w EU. Dla uwiarygodnienia podjętego zobowiązania doprowadzenia do niskiej i stabilnej inflacji stopy te musiały znacznie wzrosnąć w procesie przygotowania do UGW.

Kryteria fiskalne

Prześledzenie trajektorii postępu w zakresie wypełniania fiskalnych kryteriów konwergencji w Hiszpanii, Portugalii i Grecji wskazuje, iż w na początku lat 90. we wszystkich tych krajach występował znaczny, przekraczający referencyjne 3% względem PKB, poziom deficytu. Najmniejszy jego poziom występował w Hiszpanii, aczkolwiek w latach 1993-1995 również przekraczał on 6% PKB. Na drugim biegunie z najwyższym spośród rozpatrywanych krajów i jednocześnie najwyższym w UE poziomem deficytu lokowała się Grecja, gdzie w 1990 r. odnotowano niemal 16 % deficyt, a w 1995 r., mimo jego systematycznego obniżania, wciąż wynosił 10% PKB. Wysoki poziom bieżącego zadłużenia wpływał bezpośrednio na skumulowany dług publiczny, który był najniższy w Hiszpanii i najwyższy w Grecji. Portugalia zarówno pod względem deficytu jak i długu publicznego lokowała się w środku rozpatrywanej trójki krajów, jakkolwiek przy znacznych deficytach budżetowych jej dług publiczny względem PKB był porównywalny z tym w Hiszpanii. Od 1996 r. zauważalny jest znaczny postęp w zakresie redukcji deficytów, a od 1997 r. w zakresie wysokości długu względem

PKB we wszystkich trzech krajach co należy wiązać z przygotowaniem do przystąpienia do strefy euro. Jednocześnie widoczne są istotne różnice w sposobie prowadzenia polityki makroekonomicznej na drodze do spełnienia kryteriów konwergencji. W przyjętych w połowie lat 90. programach konwergencji Hiszpanie akcentowali konieczność ograniczenia wydatków publicznych, a Portugalczycy zwiększenia przychodów budżetowych. Znaczny poziom zadłużenia Grecji przesądził o wydłużeniu procesu konwergencji i zobowiązanie do wypełnienia kryteriów do r. 2001, a ścieżka konsolidacji fiskalnej była bliższa portugalskiej (por. rys. 3).

Rys. 3 Deficyt budżetowy, dług publiczny oraz rentowność 10 –letnich obligacji rządowych



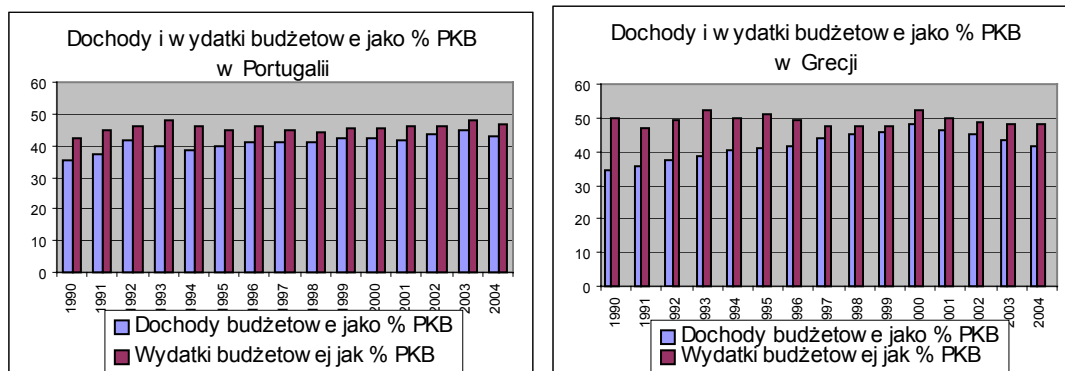
Źródło: Baza danych EIU

Pomimo, że wszystkie trzy kraje ostatecznie wypełniły fiskalne kryteria konwergencji i zakwalifikowały się do strefy euro to sukces ten został osiągnięty w różny sposób. W Hiszpanii w okresie 1995-1998 dochody budżetowe w relacji do PKB niemal nie zmieniły się. Relacja ta nieco wzrosła w następnych latach jednak do 2004 r. nie przekroczyła 39% PKB (38,6%). W Portugalii wskaźnik ten wzrósł w omawianym okresie z 39,5% do 41,8% PKB, a w 2003 r. już do 45% (2004 r - 43,2% PKB). W Grecji natomiast nastąpił skokowy wzrost fiskalizmu z poziomu początkowego podobnego do Hiszpanii, 40,8 % w 1995 r. do 45,3% w 1998 r. i niemal 48% PKB w 2000 r. Do r. 2002 udało się zmniejszyć skalę fiskalizmu do 41,3 (w 1996 r. 41,7%).

W odniesieniu do strony wydatkowej jakość polityki fiskalnej była najlepsza w Hiszpanii, która już od 1993 r. sukcesywnie zmniejszała udział wydatków w PKB (z 48,3 % PKB do 38,8% w 2004). W Portugalii i Grecji po okresie przygotowań do przyjęcia euro nastąpiło poluzowanie dyscypliny fiskalnej, które w pierwszym z krajów przejawiało się zwiększaniem wydatków budżetowych od 1998 (z 44,1 % do niemal 48% w 2003) a w Grecji zmniejszeniu uległo tempo ich obniżania z wysokiego poziomu (w 2000 50,1 % PKB i 47,9 % w 2004). Spowodowało to, iż zarówno Grecja jak i Portugalia przystąpiły do strefy euro w warunkach ekspansji fiskalnej. Za poprawę wskaźników długu i deficytu budżetowego w tych krajach w znacznej mierze odpowiadały zwiększone przychody, które były źródłem wzrostu wpływów podatkowych (m.in. w efekcie szybkiego wzrostu gospodarczego) oraz przychody z prywaty-

zacji. Obniżenie deficytu było zatem konsekwencją wyższych przychodów i niższych płatności odsetkowych. Oznacza to, iż gdyby nie wysokie tempo wzrostu gospodarczego kraje te mogłyby mieć problemy z wypełnieniem kryteriów fiskalnych. W Portugalii skutki braku dostatecznie silnych dostosowań fiskalnych ujawniły się już po utworzeniu UGW. W 2001 r. Portugalia odnotowała 1% spadek wzrostu gospodarczego i była pierwszym krajem, który nie zdołał utrzymać deficytu fiskalnego na poziomie 3% PKB i pierwszym krajem poddanym procedurze nadmiernego deficytu przewidzianej w Pakcie Stabilności i Wzrostu.

Rys.4 Dochody i wydatki budżetowe jako % PKB w Portugalii i Grecji

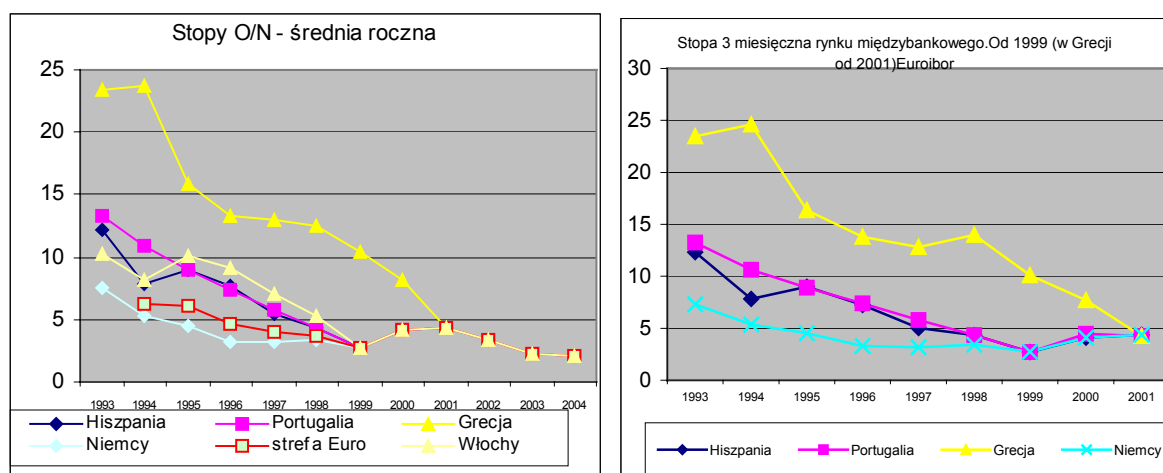


Źródło: Baza danych EIU

Integracja rynków pieniężnych i kredytowych strefy euro

Mimo postępów w procesie konwergencji nominalnej i wprowadzenia jednolitej polityki pieniężnej dla wszystkich krajów strefy euro, a więc ustanowieniu jednej ceny pieniądza na poszczególnych rynkach kredytowych stopy procentowe kształtowały się odmiennie. Najszybciej i w najwyższym stopniu integracja ceny pieniądza ujawniła się na rynku pieniężnym. Integracja mierzona wskaźnikami cenowymi w znacznym stopniu dokonała się już w trakcie realizacji kryteriów konwergencji. W połowie lat 90. odchylenie standardowe stopy O/N pomiędzy krajami strefy euro sięgało rzędu kilkuset punktów bazowych. Proces konwergencji rozpoczął się w 1996 r. i już pod koniec 1998 r. odchylenie standardowe stóp procentowych pomiędzy krajami wynosiło około 100 punktów bazowych. Po wprowadzeniu euro, 4 stycznia 1999 r., odchylenie standardowe spadło skokowo do poziomu 1-4 pkt. procentowych wobec 200 – 350 pkt. bazowych w latach 1994 – 1997. Wskazuje to na znaczny stopień integracji w segmencie *overnight* rynku pieniężnego w strefie euro, co potwierdzają m.in. badania Hartmanna et.al. (2001) oraz Baele et al. (2004).

Rys.5 Stopy O/N oraz 3m w wybranych krajach strefy euro

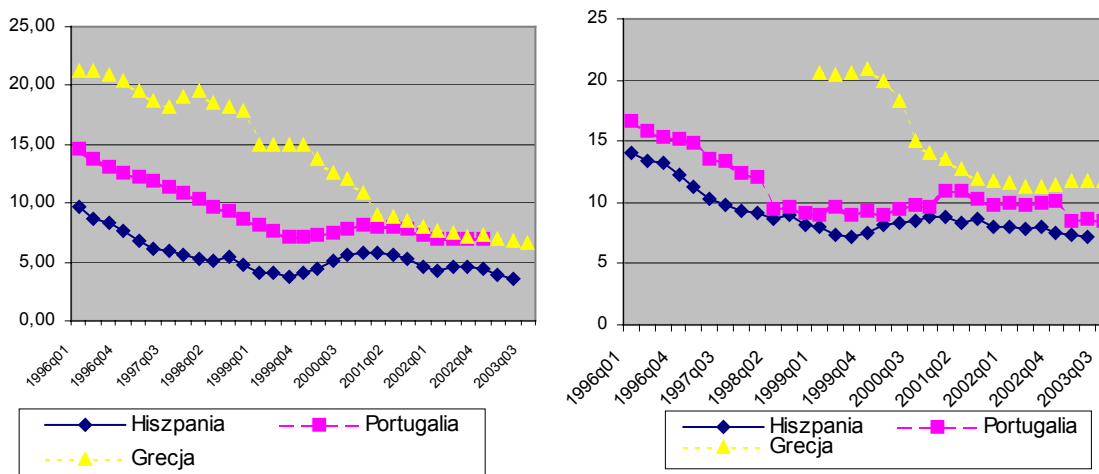


Źródło: Baza danych EIU

Wprowadzenie euro i ustanowienie wspólnej polityki pieniężnej w zakresie krótkoterminowych stóp procentowych nie spowodowało jednak ujednolicenia ceny pieniądza na którą bank emisyjny na mniejszy wpływ tzn. ceny pieniądza średnio i długoterminowego. Wraz z wydłużeniem terminów zapadalności pożyczek zwiększają się różnice w poziomie oprocentowania co widać już w przypadku 3 miesięcznej stopy rynku międzybankowego. Wskaźniki cenowe integracji, a więc porównanie bankowych stóp procentowych na rynku kredytów dla przedsiębiorstw wskazują, że istnieją różnice między krótkoterminowymi, średnioterminowymi a długoterminowymi pożyczkami, a ostatnie z nich są najbardziej pofragmentowane w perspektywie europejskiej. Badania w oparciu o wskaźniki cenowe (Cabral i in. (2002) wskazują ogólny spadek oprocentowania depozytów oraz pożyczek w okresie 2001 - 2002 w stosunku do lat 1998 – 1999. Jednakże pomimo procesu konwergencji, różnice w poziomie stóp kredytowych i marż bankowych pozostają znaczne, a rynek detaliczny wciąż daleki jest od integracji.

Spośród badanych krajów najniższe stopy procentowe w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw (do jednego roku) w okresie 1997- 2003 występowały w Hiszpanii. W czwartym kwartale 1999 r. przy niemal identycznej stopie rynkowej pieniądza (O/N czy kredytu 3M) i podobnej inflacji (2,29 w Hiszpanii i 2,33 w Portugalii) stopy procentowe kredytów dla przedsiębiorstw (do 1 roku) w Portugalii były o 3 punkty % wyższe od poziomu stóp procentowych w Hiszpanii. Najwyższe stopy procentowe kredytów występowały w Grecji, która pozostawała poza strefą euro. W czwartym kwartale 2001, a więc w roku wprowadzenia euro w Grecji, stopy kredytów dla przedsiębiorstw wynosiły 7,91 % wobec 7,31 w Portugalii. W obydwu krajach stopy te były jednocześnie ponad 3 pkt. % wyższe niż Hiszpanii (przy porównywalnej inflacji w Grecji i ok. 0,8% wyższej w Portugalii) – por. rys. 6.

Rys. 6 Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (do 12 miesięcy) – lewy wykres oraz kredytów konsumpcyjnych (prawy wykres).



Źródło: Baza danych Eurostatu

W przypadku rynku kredytów konsumpcyjnych najniższe stopy procentowe oferowały hiszpańskie instytucje finansowe. Różnice na rynku tych produktów w zakresie stóp procentowych były nieznacznie większe niż na rynku kredytów dla przedsiębiorstw, przy utrzymującym się relatywnie wysokim poziomie w Grecji nawet po wprowadzeniu euro. W porównaniu do rynku kredytów na rynku depozytów ujednoczenie stóp procentowych nastąpiło szybciej i w większym zakresie, chociaż wciąż zauważalne są różnice pomiędzy krajami.

Wydaje się, iż wobec jednolitej ceny pieniądza banku centralnego różnice w poziomie stóp procentowych (kredytowych i depozytowych) w poszczególnych krajach i na poszczególnych rynkach Hiszpanii, Portugalii i Grecji mogą wynikać z różnic w budowie systemów finansowych, czy też roli jaką odgrywały banki w tych systemach. Dokona powyżej analiza wskazuje, iż największe korzyści z przystąpienia do strefy euro odniosła gospodarka hiszpańska gdzie konwergencja ceny pieniądza wobec strefy euro nastąpiła relatywnie najszybciej a poziom stóp procentowych był niższy niż w pozostałych badanych krajach. Jednym z czynników za to odpowiadających może być silnie konkurencyjne środowisko rynków finansowych wynikające z liczby i różnorodności instytucji sektora bankowego.

Rozwój rynków finansowych Hiszpanii, Portugalii i Grecji

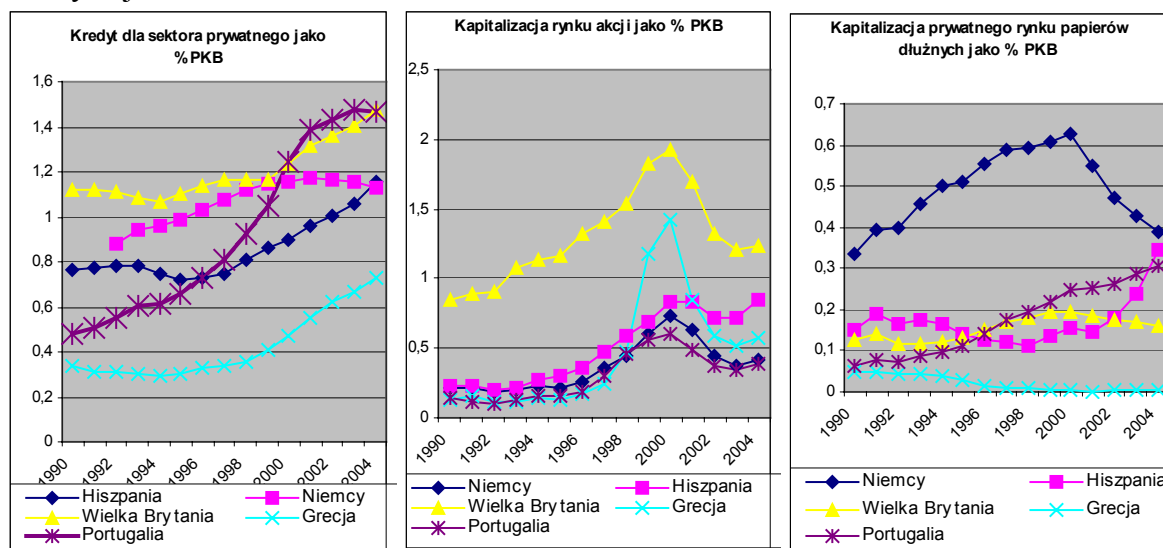
Proces wypełniania kryteriów konwergencji nominalnej oraz zwiększenie makroekonomicznej stabilności gospodarek sprzyjały redukcji ceny pieniądza i tym samym stymulowały wzrost kredytu dla sektora prywatnego. Towarzyszyło temu jednocześnie zmniejszenie zapotrzebowania na kredyt ze strony sektora publicznego. Zwiększeniu roli kredytu w sektorze prywatnym sprzyjał relatywnie szybki wzrost gospodarczy i niski poziom pośrednictwa finansowego mierzonego jako relacja kredytu bankowego do PKB w najslabiej rozwiniętych gospodarkach UE. Niemniej jednak proces konwergencji nominalnej przyczynił się również do znacznego zwiększenia roli finansowania bezpośredniego.

Jak wskazuje rysunek druga połowa lat 90. to przede wszystkim okres dynamicznego i relatywnie stabilnego wzrostu znaczenia kredytu bankowego dla sektora prywatnego w badanych gospodarkach. Jego wartość względem PKB zwiększyła się w największym stopniu w Portugalii i Grecji (ok. dwukrotnie w okresie 1995 – 2004) i nieco mniejszym w Hiszpanii. Należy jednak zauważyć, iż w miarę jak zwiększała się rola kredytu w dwóch pierwszych

krajach następowało zmniejszenie znaczenia kredytu dla przedsiębiorstw niefinansowych przy zwiększeniu udziału kredytu dla sektora NPISH. Co ciekawe, w Hiszpanii, której rynek kapitałowy można uznać za najskuteczniejszy mechanizm konwersji oszczędności w badanych krajach udział kredytów dla przedsiębiorstw zwiększał się kosztem zmniejszenia roli kredytu dla NPISH.

Bez wątplenia przemiany strukturalne w systemach finansowych badanych krajów były w znacznym stopniu stymulowane przez procesy zachodzące w otoczeniu makroekonomicznym podporządkowanym wypełnieniu kryteriów z Maastricht. Konwergencja stóp procentowych na drodze strefy euro zmierzała do niespotykanego wcześniej niskiego poziomu, co skłaniało podmioty do poszukiwania alternatywnych lokat i przeniesienia inwestycji na rynki akcji. Obniżanie i ujednolicanie się stóp procentowych oznaczało jednocześnie zmniejszenie zysków z inwestycji o relatywnie mniejszym ryzyku jak depozyty bankowe, obligacje czy bony skarbowe, co sprawiło, że inwestorzy poszukując wyższej stopy zwrotu podejmowali większe ryzyko. Dodatkowo konieczność reformy struktury wydatków budżetowych w krajach UE jaką wymusiły kryteria fiskalne z Maastricht spowodowała ograniczenia w podaży papierów skarbowych. Wzrost liczby funduszy inwestycyjnych, których powstawanie inicjowały same banki, ułatwił małym inwestorom tworzenie zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych, a okres dobrej koniunktury na rynkach akcji przyczynił się do rozwoju „kultury” inwestycji akcji w Europie. Dynamiczne obniżanie stóp procentowych w drugiej połowie lat 90. spowodowało uwolnienie znacznej części tych zasobów, które poszukiwały atrakcyjniejszych dochodowo instrumentów finansowych. Spowodowało to, iż aktywa gospodarstw domowych (kumulujących w UE zazwyczaj dominującą część aktywów finansowych), których przeważającą część była utrzymywana w postaci gotówki i depozytów zostały skierowane na rynki akcji.

Rys. 7 Kredyt bankowy dla sektora prywatnego, kapitalizacja rynku akcji oraz papierów dłużnych jako % PKB



Źródło: IFS

Rozwój rynkowych form pozyskania kapitału nie przebiegał jednak jednolicie w badanych krajach. W drugiej połowie lat 90. wszystkie rynki akcji zwiększały swoją wartość względem PKB, jednak odbywało się to nierównomiernie. Rynek hiszpański był największy i najbardziej stabilny, podczas gdy rynek grecki najbardziej zmienny. Rynek portugalski również był płytki i niestabilny. Tym samym pozyskanie kapitału na rynku akcji było relatywnie

najłatwiejsze w Hiszpanii, biorąc pod uwagę nie tylko kapitalizację rynku akcji ale również liczbę notowanych spółek oraz jego płynność. Rynki portugalski i grecki borykały się z podobnymi problemami niskiej płynności rynku i koncentracji obrotu na kilku – kilkunastu spółkach. W Portugalii mimo aliansu giełdy lizbońskiej z giełdą paryską, amsterdamską i brukselską (Euronext od 2001 r.) rola rynku akcji jako źródła kapitału zmniejszała się na skutek wygaszenia obrotu na rynku krajowym. Podobnie jak w Grecji po fali entuzjazmu wynikającego z giełdowej hossy późnych lat 90., rynki borykały się z problem przeniesienia zainteresowania instytucji finansowych lokowaniem na bardziej płynnych rynkach europejskich. Proces ten podsyczał fakt, iż brak zróżnicowanej podaży produktów finansowych na tych rynkach skłaniał dysponentów kapitału do przenoszenia zainteresowania na bardziej płynne i zdywersyfikowane rynki. Jednocześnie przedsiębiorstwa portugalskie czy greckie nie były na tyle wiarygodne w oczach inwestorów zagranicznych aby mogły łatwo pozyskiwać finansowanie poza rynkami krajowymi, podczas gdy podmioty portugalskie i greckie chcące efektywnie lokować swoje aktywa finansowe mogły to w warunkach jednej waluty z łatwością uczynić poza granicami. Sprawiało to, iż w obydwu krajach w pozycji bilansu „akcje i udziały” (agregowanych dla całej gospodarki) w podziale na aktywa i pasywa zagraniczne widoczny jest eksport kapitału z tych krajów. W Grecji dodatkowym problemem był brak wykształconych instytucji rynku kapitałowego zapewniających transformację oszczędności w funduszach inwestycyjnych czy instytucjach ubezpieczeniowych stymulujących rozwój rynku giełdowego i zwiększania jego stabilności. W zakresie drugiego segmentu rynku kapitałowego jakim jest rynek obligacji rozwój tej formy finansowania aktywności gospodarczej był dobrze rozwinięty w Portugalii w mniejszym stopniu, aczkolwiek przy znacznym wzroście znaczenia w ostatnich latach, w Hiszpanii i nie istniał w Grecji. Jedynym dobrze rozwiniętym segmentem rynku kapitałowego w Grecji pozostawał rynek rządowych papierów dłużnych, który do momentu zamiany drachmy na euro przyciągał inwestorów ze względu na relatywnie wysokie stopy procentowe.

Niezależnie od rozwoju rynkowych form pozyskania kapitału oraz wzrostu znaczenia zagranicznych źródeł finansowania, sektor bankowy pozostawał dominującym segmentem finansowania gospodarki, szczególnie w zakresie sektora MSP i gospodarstw domowych. Ponadto rozwój rynkowych form pozyskania kapitału był stymulowany przez same banki. Redukcja stóp procentowych i przesunięcia w strukturze oszczędności w kierunku alternatywnych wobec lokat bankowych form angażowania kapitału sprawiły, iż banki musiały poszukiwać nowych form finansowania swoich aktywów. Coraz częściej kierowały się ku rynkowym źródłom pozyskania kapitału generując płynność której dotychczasowy poziom uniemożliwiał sprawne funkcjonowanie wielu segmentów rynku.

Zmiana roli banków

Hiszpański system bankowy górował on nad pozostałymi zarówno pod względem liczby banków, instytucji ubezpieczeniowych i instytucji wspólnego inwestowania. Wynikało to zarówno z faktu dużej liczby banków (w tym banków oszczędnościowych) ale również instytucji wspólnego inwestowania, firm ubezpieczeniowych, leasingowych, faktoringowych, etc. Pod tym względem ustępował mu system portugalski, który przy relatywnie małych rozmiarach rynku oferował dalece większą różnorodność niż system grecki (por. tab.1).

Tab. 1 Struktura podmiotowa systemów bankowych (liczba banków)

	Hiszpania			Grecja			Portugalia		
	1997	2000	2003	1997	2000	2003	1997	2000	2003
Banki komercyjne	105	89	80	43	39	41	44	42	46
Banki zagraniczne	54	52	58	23	22	20	17	25	23
Banki oszczędnościowe	51	48	47	1	1	1	6	5	4
Banki spółdzielcze	97	92	84	7	14	15	170	146	126

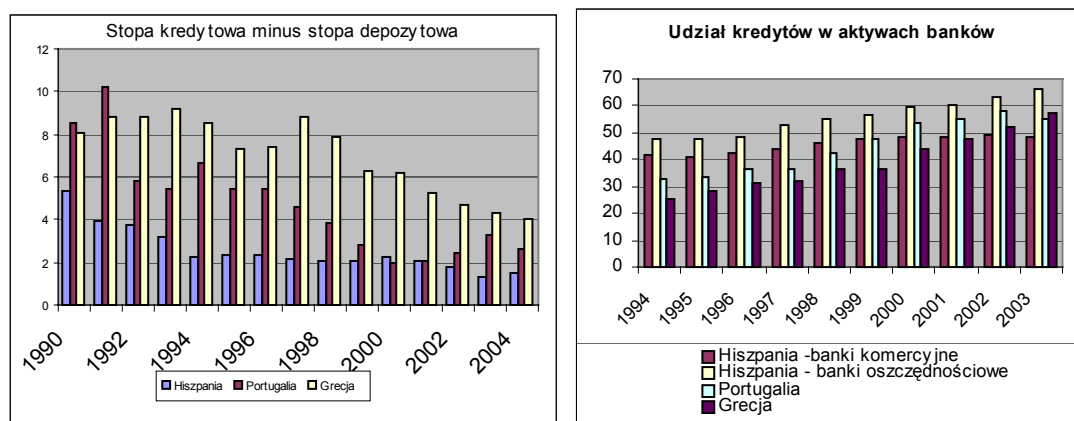
Źródło: OECD 2005

Jednocześnie hiszpański system bankowy cechował się w okresie swoich zasadniczych przemian (począwszy od połowy lat 70., kiedy to rozpoczęto proces uwalniania gospodarki od interwencjonizmu państwowego) istotnym zaangażowaniem władz publicznych w zabezpieczenie pozycji rodzimych podmiotów bankowych (Plizga 2003). Stopniowe i rozważne otwieranie systemu bankowego na zagraniczną konkurencję w połączeniu z efektywną restrukturyzacją i reorientacją rynkową sprawiło, iż na początku XXI w. Hiszpański system bankowy uznawany jest za jeden z najbardziej innowacyjnych i ekspansywnych w krajach rozwijających się. Jednym z najbardziej wyróżniających sektora hiszpański czynników jest liczba placówek banków która, mimo konsolidacji utrzymywała się na podobnym, ciągle najwyższym w UE, poziomie biorąc pod uwagę ich relację na 100 000 mieszkańców (blisko 100). Grecja o nieco wyższej populacji (11 mln w 2003 r.) niż Portugalia (10,4 mln ludności) przy zbliżonej liczbie banków (jednak znacznie mniejszej liczbie innych monetarnych instytucji finansowych) pozostawała w tyle w zakresie liczby placówek na 100 000 mieszkańców. Po okresie zwiększania ekspansji banków i wzroście liczby placówek o 30% w latach 1997 – 2003 ich relacja na 100 000 mieszkańców wciąż pozostawała ok. 60% niższa niż w Portugalii i ponad trzykrotnie niższa niż w Hiszpanii. Świadczy to o relatywnie dużej dostępności usług bankowych w Hiszpanii i Portugalii oraz dużo mniejszej w Grecji. Znaczna przewaga instytucji hiszpański wynikała głównie z faktu bardzo rozwiniętej i ciągle wzrastającej sieci placówek banków oszczędnościowych, które w roku 2003 kontrolowały ponad 53% oddziałów, podczas gdy banki komercyjne 35,7% (banki spółdzielcze ok. 10%). Wskazuje to, iż na obecny kształt systemu bankowego i finansowego w Hiszpanii bez wątpienia istotny wpływ miało funkcjonowanie tzw. kas oszczędnościowych (hiszp. *cajas de ahorro*), których tradycja sięga pierwszej połowy XIX w. (*saving banks*). Funkcjonują one w oparciu o formułę fundacji a ich celem jest zachęcanie do oszczędzania niższych klas społecznych, niewielkich podmiotów gospodarczych i oferowanie im produktów finansowych. Instytucje te powstawały z inicjatywy wspólnot samorządowych, związków zawodowych, spółdzielni produkcyjnych oraz organizacji religijnych. Powodowało to, iż początkowo organizacje te pełniły istotne funkcje społeczne w których skutecznej realizacji sprzyjał ich lokalny charakter pozwalający na budowanie zaufania i relacji (Plizga 2003). Obecnie banki oszczędnościowe stanowią istotny element systemu finansowego Hiszpanii i stanowią silną konkurencję dla banków komercyjnych. Rozwinięta sieć placówek zapewnia większy dostęp do usług bankowych w tym dla społeczności uboższej

Wymienione wyżej, wzajemnie wzmacniające się czynniki sprawiły, iż konkurencyjne środowisko w hiszpańskim sektorze sprzyjało relatywnie szybkiej i znacznej redukcji marż odsetkowych. W Hiszpanii już od początku lat 90. do połowy dekady marże były niższe o ok. 3 pkt.% w porównaniu z Portugalią i o ok. 5 pkt. % w porównaniu z Grecją. Wraz z wejściem do strefy euro obniżeniu uległa również różnica między stopą kredytową i depozytową w Portugalii. Jednak pogorszenie sytuacji gospodarczej od 2001 r. spowodował wzrost ryzyka

kredytowego i zwiększenie kosztu kredytu. Najdłużej z dochodów odsetkowych korzystają banki greckie, gdzie marże nawet po wejściu do strefy euro utrzymywały się na relatywnie wysokim poziomie (por. rys. 8).

Rys. 8 Marże kredytowe w Hiszpanii, Portugalii i Grecji (stopy 3 M) oraz udział kredytów w aktywach banków



Warto również zauważyć, iż hiszpański system bankowy był tym, który w największym stopniu zwiększył skalę kredytową dla przedsiębiorstw niefinansowych. Na przestrzeni lat 1996 – 2004 wartość kredytu zwiększyła się w tej kategorii w Hiszpanii 2,7 razy a w Portugalii 2,4 razy. W obliczu silnego otoczenia konkurencyjnego to banki oszczędnościowe w największym stopniu zwiększyły udział kredytów w swoich aktywach. W najmniejszym stopniu zwiększyła się wartość kredytów przedsiębiorstw greckich – 1,5 razy. Podczas gdy w przypadku kredytów dla sektora gospodarstw domowych Grecja przodowała pod względem tempa przyrostu kredytów tak w przypadku kredytowania sektora przedsiębiorstw niefinansowych zadłużenie rosło w mniejszej skali mimo, że w tej kategorii kredytów Grecja pozostaje wciąż mniej zadłużonym krajem od analizowanych oraz średniej strefy euro. Całkowite zadłużenie przedsiębiorstw osiągnęło w tym kraju poziom niespełna 48% PKB wobec 78% w Hiszpanii i Portugalii (w 2004 r.).

Wnioski

Obserwacja procesu realizacji kryteriów konwergencji nominalnej wskazuje, iż ich wypełnienie przyczyniło się do ujednoczenia zasadniczych parametrów ekonomicznych istotnych dla prowadzenia polityki pieniężnej tj. poziomu inflacji, stóp długoterminowych oraz deficytów budżetowych w krajach UGW. Tym samym zwiększyło to szanse na skuteczną i jednorodną implementację polityki pieniężnej przez EBC. Warunki konwergencji nominalnej zapewniły potrzebny dla rozwoju pośrednictwa finansowego poziom zaufania i stabilności wspierając tym samym wzrost gospodarczy.

Ujednoczenie wielkości poddawanych badaniu w ramach kryteriów konwergencji nominalnej, zwiększający się poziom integracji, wprowadzenie wspólnej polityki pieniężnej oraz eliminacja ryzyka kursowego pozwoliły na ujednoczenie stóp rynku pieniężnego. Jednakże nie wszystkie segmenty rynku osiągnęły poziom bliski „doskonałej” integracji. W największym stopniu procesy integracji są zaawansowane w segmencie rynku dłużnego i rynku hurtowego dla instrumentów krótkoterminowych. Ponadto gospodarstwa domowe i MSP wciąż w ograniczonym stopniu korzystają z finansowania transgranicznego. Dlatego też niezmiernie istotna jest rola lokalnych uwarunkowań zwiększających poziom konkurencji po-

między pośrednikami finansowymi sprzyjający dostępności do kredytu. Przekonuje do tego przykład hiszpańskich banków oszczędnościowych, których obecność była jednym z czynników zwiększających presję konkurencyjną na lokalnym rynku. Sprzyjało to redukcji marż, obniżeniu stóp procentowych i poszukiwaniu pozaodsetkowych źródeł dochodów. Pomimo, że stopień koncentracji rynku hiszpańskiego zwiększył się, to pozostawał mniejszy niż w pozostałych badanych krajach. Podobne procesy zachodziły we wszystkich badanych krajach, choć w większym stopniu dotyczyło to sektorów hiszpańskiego i portugalskiego, które szybciej i w większym zakresie były wyeksponowane na konkurencję. W Grecji, chociażby z racji późniejszego wejścia do strefy euro czy dłuższego okresu utrzymywania dużego udziału państwa w sektorze, procesy te następowały z pewnym opóźnieniem. Dlatego też wydaje się, iż jedną z istotniejszych korzyści jaka wynika z wprowadzenia euro w UGW jest presja konkurencyjna jaką wymusza poprzez ujednoczenie instytucjonalnych i ekonomicznych warunków funkcjonowania. Wyeliminowanie ryzyka kursowego sprzyjało poszerzania obszaru działania, ekspansji na nowe rynki i przejmowania nieefektywnych podmiotów.

BIBLIOGRAFIA:

1. Banking Structures in the New EU Member States. 2005. ECB,
2. Corielli F., Masten I. 2004. Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit, IMF
3. De Grauwe P. 2003. Unia Walutowa, PWE, Warszawa
4. De Grauwe P., Mongelli F. 2004. The Enlargement of the Euro area and Optimum Currency Areas,
5. OECD, Bank Profitability, 2005
6. Karnowski J., (2006) Polityka gospodarcza Hiszpanii, Portugalii i Grecji w drodze do Unii Gospodarczej i Walutowej. Analiza doświadczeń na tle teorii, NBP, Materiały i Studia nr 199
7. Plizga P., (2003) System bankowy Hiszpanii w latach 1974 - 2000 - zarys ewolucji, NBP, Materiały i Studia nr 160