RAPORTY

Andrzej Halesiak

Jaki system finansowy dla Polski?

Synteza wiedzy na temat zależności pomiędzy systemem finansowym a sferą realną
Rekomendacje dla Polski

Warszawa
2017

Spis treści

Wprowadzenie 3
Część I. Rola systemu finansowego w gospodarce 3
I.1. System finansowy a wzrost gospodarczy 3
I.2. System finansowy a dystrybucja dochodów (kwestia nierówności dochodowych) 7
I.3 Banki czy rynek – zalety i wady obu form pośrednictwa 9
I.4. Synteza obecnego stanu wiedzy na temat optymalnego kształtu i sposobów regulacji systemu finansowego 14
I.5. Wnioski i rekomendacje 16
Część II. Obecny kształt systemu finansowego w Polsce 18
II.1 Aktywa instytucji finansowych 18
II.2 System finansowy w Polsce na tle innych krajów Unii Europejskiej 20
II.3. Ocena jakości obecnego systemu finansowego w Polsce 23
II.4. Czynniki, które będą determinować zmiany systemu finansowego w Polsce w nadchodzących latach 31
II.5. Wnioski i wstępne rekomendacje 32
Literatura 36

Wprowadzenie

Celem niniejszego opracowania jest syntetyczne ujęcie obecnego stanu wiedzy na temat:

- zależności występujących pomiędzy systemem finansowym a wzrostem gospodarczym i dystrybucją dochodów (która w dłuższej perspektywie także przekłada się na wzrost),
- zalet i wad dwóch skrajnych modeli systemu finansowego: zdominowanego przez banki i zdominowanego przez rynek,
- wymogów wobec systemu finansowego, tak by w optymalny sposób zaspokajał potrzeby gospodarki,
- obecnego stanu polskiego systemu finansowego i czynników, które go kształtują.

Wnioski płynące z analizy tych zagadnień powinny być pomocne w zidentyfikowaniu kluczowych wyzwań jakie stoją przed polskim systemem finansowym oraz w sformułowaniu rekomendacji co do pożądanych kierunków działań. Wstępną listę rekomendacji zaprezentowano w części II.5.

Część I. Rola systemu finansowego w gospodarce

I.1. System finansowy a wzrost gospodarczy

Do upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers (wrzesień 2008 r.), stanowiącego kulminacyjny punkt globalnego kryzysu finansowego, dość powszechne było przekonanie o liniowym związku pomiędzy rozwojem systemu finansowego a rozwojem gospodarki - rosnąca skala ufinansowienia (relacji aktywów finansowych do rozmiarów realnej gospodarki – PKB) miała współgrać z szybszym tempem rozwoju. Bazując na tym przekonaniu debata związana z systemem finansowym koncentrowała się z jednej strony na zdefiniowaniu kierunku zależności (od ufinansowienia do wyższego tempa wzrostu lub odwrotnie)[1], z drugiej zaś na zidentyfikowaniu czynników, które zapewniałyby szybszy rozwój systemu finansowego w danej gospodarce.

Zwolennicy tezy o tym, że przyczynowość przebiega od rozwoju systemu finansowego do rozwoju gospodarczego argumentują, że jest to związane ze zdolnością systemu finansowego do mobilizowania kapitału i alokacji dostępnych w gospodarce środków od tych, którzy nimi dysponują do tych, którzy ich potrzebują (ze względu na chęć realizacji określonych projektów). W tym kontekście ważne jest jednak to, że efektywność procesu alokacji może być różna, a jej stopień jest determinowany przez to na ile (rys.1):

[1] Warto zauważyć, że jak do tej pory kwestia ta nie została jednoznacznie rozstrzygnięta. Według jednej szkoły (reprezentowanej m.in. w pracach Schumpetera, Goldsmitha, McKinnona i Shawa) pośrednictwo finansowe odgrywa kluczową rolę w aktywności gospodarczej, a tym samym w zapewnieniu wzrostu gospodarczego. Drugie podejście (Robinson, Friedman i Schwartz) wskazuje, że kluczowe są dobre perspektywy gospodarki (determinowane przez inne czynniki niż finanse) i że dobre zarządzanie w tych korzystnych warunkach obejmuje rozwój instytucji, które zapewnią dostęp do środków niezbędnych dla finansowania rozwoju. W tym podejściu instytucje finansowe rozwijają się ze względu na wzrastający popyt na usługi finansowe, w efekcie to gospodarka przewodzi, a finanse za nią podążają. Nie brakuje też takich (np. Demetriades i Hussein, Greenwood i Smith), którzy uważają, że zależność przebiega w obu kierunkach – rozwój gospodarki przekłada się na rozwój systemu finansowego, a równocześnie rozwój systemu finansowego przyczynia się do rozwoju gospodarki.

RYS. 1 – ODDZIAŁYWANIE SYSTEMU FINANSOWEGO NA ROZWÓJ GOSPODARCZY

Źródło: „Sektor finansowy w Polsce – stan, efektywność i główne wyzwania na przyszłość", A.Halesiak, K.Mrówczyński

- dany system finansowy zapewnia finansowanie gospodarki w niezbędnej skali, a koszt pośrednictwa nie jest nadmierny (pośrednicy finansowi nie pobierają za swoje usługi nieuzasadnionej renty),
- środki trafiają tam gdzie powinny (głównie do zastosowań optymalnych z punktu widzenia średnio- i długofalowego wzrostu gospodarczego i stabilności systemu finansowego),
- finansowanie jest stabilne, tzn. że jest dostępne nie tylko w okresach dobrej koniunktury, ale także spowolnienia/ recesji (w efekcie produktywne projekty dostępne w gospodarce „nie przepadają"),
- system finansowy jest bezpieczny, tzn. że we właściwy sposób zarządza ryzykami związanym z działalnością pośrednictwa finansowego i nie podejmuje nieuzasadnionego ryzyka, które może prowadzić do niestabilności gospodarki.

Stopień spełnienia tych wymogów przez dany system finansowy przekłada się na koszty transakcyjne i informacyjne w gospodarce, a także na stabilność warunków działania firm oraz procesy wygładzania konsumpcji gospodarstw domowych. To z kolei ma wpływ na skalę i charakter realizowanych w gospodarce projektów inwestycyjnych oraz na redystrybucję dochodów. Wszystkie te parametry determinują tempo wzrostu produktywności oraz trwałość wzrostu gospodarczego w danym kraju[2].

Dodatkowo zwraca się uwagę, na inne istotne funkcje systemu finansowego przekładające się na wzrost. Po pierwsze dobrze funkcjonujący system finansowy prowadzi do dywersyfikowania ryzyka w gospodarce oraz stymuluje rozwój handlu (poprzez redukcję kosztów transakcyjnych oraz finansowanie handlu). W ten sposób wspierane są globalne procesy specjalizacji, co z kolei pozwala na wzrost produktywności i jest źródłem wzrostu gospodarczego. Po drugie rozwój systemu

[2] Porównaj „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Levine R., Loayza N., Beck T. w Journal of Economic Literature 35, 688-726.

finansowego wspiera oddziaływanie polityki monetarnej, a tym samym jej zdolność wywierania wpływu na koniunkturę gospodarczą (jej stabilizowanie) i procesy inflacyjne[3].

W kontekście opisanego powyżej mechanizmu oddziaływania systemu finansowego na rozwój gospodarczy wskazuje się równocześnie, że w określonych warunkach (np. nadmiernie niskich stóp procentowych) system finansowy może wykazywać mniejsze lub większe oznaki nieefektywności. Jednym z głównych powodów ich występowania jest pro-cykliczny charakter funkcjonowania rynków finansowych. Wynika on z faktu, że w okresach dobrej koniunktury instytucje finansowe wykazują nadmierny apetyt na ryzyko finansując nie tylko produktywne przedsięwzięcia (których pula z czasem się wyczerpuje), ale także nieproduktywne projekty. Ten apetyt na ryzyko związany jest z dwoma czynnikami:

- po pierwsze dobra koniunktura przekłada się na zyski instytucji finansowych i ich kapitały, co potęguje ich zdolności udzielania finansowania,

- po drugie ta sama koniunktura prowadzi do wzrostu wartości aktywów stanowiących potencjalne zabezpieczenie finansowania, wraz z tym rośnie zdolność zaciągania zobowiązań w gospodarce.

W okresach gorszej koniunktury zachodzą odwrotne do powyższych procesy, co prowadzi do ograniczenia (nieraz drastycznego) apetytu na ryzyko ze strony instytucji finansowych. W efekcie, w takich sytuacjach nawet dobre (produktywne) projekty mogą napotykać problemy z finansowaniem. Co więcej negatywne zjawiska mogą być potęgowane jeśli instytucje finansowe (w większym stopniu dotyczy to banków) opóźniają przyznanie się do błędów; nie chcą uznać, że część zaangażowań z przeszłości było niewłaściwe. Przejawia się to nadmierną „wyrozumiałością" i refinansowaniem nieproduktywnych projektów/firm[4]. Tego typu zjawisko spowalnia proces oczyszczania gospodarki (kreatywną destrukcję) niekorzystnie oddziałując na procesy wychodzenia z rynku nieefektywnych firm, rozwoju firm zdrowych[5] i wchodzenia na ten rynek firm nowych.

Ostatni kryzys nadał nowy impuls badaniom na temat powiązań pomiędzy systemem finansowym a rozwojem gospodarczym[6]. Ich efektem jest kilka istotnych konkluzji:

1. Pierwsza jest potwierdzeniem, że niewłaściwie funkcjonujący system finansowy (w tym nieodpowiednio prowadzona polityka monetarna) może w konsekwencji prowadzić do marnowania zasobów, zniechęcać do oszczędzania, zachęcać do spekulacji i tym samym prowadzić do zaniżania poziomu możliwych inwestycji w gospodarce i/lub niewłaściwej alokacji kapitału (w kierunku aktywów o niskiej lub wręcz ujemnej produktywności). Jeśli tego typu procesy występują w gospodarce w istotnej skali, to ich konsekwencją jest malejące tempo wzrostu produktywności przekładające się na stagnację procesów rozwojowych oraz towarzyszące mu: wzrost bezrobocia i zakresu ubóstwa,
2. Druga wskazuje, że rozrost systemu finansowego (ufinansowienie) wspiera wzrost gospodarczy do pewnego momentu, potem jednak ma w najlepszym przypadku neutralny wpływ na wzrost[7], przy czym coraz większa liczba badań wskazuje, że wpływ ten

[3] Porównaj "Finance and Growth: Theory and Evidence", Levine, R. w Aghion, P and Durlauf, S. (eds.), Handbook of Economic Growth.

[4] Określanych często jako firmy zombie

[5] Mogłyby być one beneficjentami upadku słabych firm przejmując ich udziały rynkowe, majątek itd.

[6] Wśród zbiorczych opracowań na ten temat można wymienić: „Financial structure and growth", BIS

[7] Zjawisko to zostało opisane m.in. w: „Non-linearity between finance and growth", L.Deidda i B.Fattouh, „Too much finance?", IMF Working Paper 12/161, "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?" BIS Working Paper 490, "Does too much finance harm economic growth?" , S.H. Law, N. Singh

jest negatywny. Ten kluczowy moment, kiedy oddziaływanie systemu finansowego na wzrost przestaje mieć pozytywne przełożenie identyfikowany jest w większości przypadków w oparciu o skalę zadłużenia sektora prywatnego. Na podstawie przeprowadzonych badań negatywne konsekwencje dla wzrostu ujawniają się, gdy relacja tego zadłużenia w relacji do PKB osiąga poziom 80-110%[8],

3. Trzecia, że system finansowy ma skłonność do generowania/akumulowania zbyt dużego ryzyka w tych obszarach, które są niewystarczająco lub niewłaściwie uregulowane. Poza tym może występować zjawisko migrowania obszarów skoncentrowanego ryzyka w zależności od zmian prawnych. Zjawisko to znacznie utrudnia stworzenie takich ram regulacyjnych, które gwarantowałyby bezpieczeństwo systemu[9],
4. Kolejna wskazuje, że w określonych sytuacjach wysokiemu (nadmiernemu) ufinansowieniu może towarzyszyć stosunkowo słaby rozwój systemu finansowego10. Chodzi o sytuacje gdy finansowanie (gównie w formie kredytu) koncentruje się na stosunkowo wąskiej grupie podmiotów (rząd, duże firmy), a zdecydowana większość gospodarki ma ograniczony dostęp do finansowania i innych usług finansowych. W tej sytuacji same usługi finansowe pozostają względnie proste.

Wśród czynników, które w pewnym momencie mogą prowadzić do ujemnej korelacji pomiędzy relatywną wielkością systemu finansowego, a wzrostem gospodarczym wskazuje się m.in[11].:

- Rosnące ryzyko niestabilności systemu finansowego (a tym samym całej gospodarki) wynikające z faktu, że nadmierny rozrost tego systemu czyni go podatnym na coraz większą liczbę czynników i potencjalnych źródeł zagrożenia,
- Rosnącą złożoność relacji zachodzących w systemie finansowym oraz na styku systemu finansowego i podmiotów niefinansowych - wraz z rosnącą skalą i paletą różnego rodzaju powiązań transakcyjnych rośnie teoretycznie zdolność dywersyfikacji ryzyka, z drugiej jednak strony złożone systemy mogą być szczególnie wrażliwe w przypadku dużych szoków o charakterze systemowym lub wystąpienia zjawisk o niskim prawdopodobieństwie,
- Wzrastające ryzyko występowania cykli „boomu i krachu". Jego źródłem może być np. rosnące znaczenie w gospodarce tzw. efektów bogactwa, co skłania władze monetarne do prowadzenia (w celu podtrzymania koniunktury) zbyt ekspansywnej polityki pieniężnej,
- Wykształcenie się instytucji „za dużych by upaść" (z mniej lub bardziej formalnymi gwarancjami, że nie upadną) co prowadzi do angażowania w nadmiernie ryzykowne działania/transakcje[12]. Równocześnie zauważa się, że w przypadku dużych i złożonych

[8] Niekiedy przyjmuje się inne parametry, np. wielkość krótkoterminowych zobowiązań w gospodarce (negatywne konsekwencje zaczynają się ujawniać, gdy stanowią one ok. 90% PKB) lub całego portfela kredytów (punkt zwrotny na poziomie ok. 100% PKB). Jeszcze inne podejście zostało zaprezentowane w opracowaniu MFW „Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets. IMF Staff Discussion Notes No. 15/8". Autorzy opracowania pokusili się o skonstruowanie kompleksowego indeksu rozwoju finansowego (Financial Development Index) biorącego pod uwagę różne elementy. Indeks przyjmuje wartość od 0 do 1. Jeśli dla danego kraju mieści się on w przedziale od 0.4 do prawie 0.7 to oznacza, że system finansowy pozytywnie oddziałuje na wzrost. Wyliczona dla Polski wartość indeksu wynosi 0.5, co można interpretować jako optymalne dostosowanie systemu finansowego do potrzeb gospodarki.

[9] Na zjawisko to zwraca m.in. uwagę A.Haldane w „The contribution of the financial sector: miracle or mirage?"

[10] Uwagę na to zwraca m.in. T. Beck w „Finance and growth – beware the measurment" (opublikowane na Voxeu.org)

[11] Zagadnienie to jest m.in. poruszane w „Finance and inclusive growth", OECD Economic Policy Paper 14/2015 oraz w "The reform agenda: an interim report on progress toward a safer financial system" (rozdział 3 w "Global Financial Stability Report – October 2012, MFW)

[12] Jak zauważają autorzy „A new era in banking: the landscape after the battle" ekspansja instytucji finansowych ma głównie uzasadnienie ekonomiczne; odpowiednia duża skala prowadzi do

instytucji zdolność zapewnienia dyscypliny poprzez standardowe instrumenty takie jak kontrola rynku, corporate governance czy formalny nadzór ulega ograniczeniu,

- Zmieniającą się wraz z rozwojem gospodarczym strukturę kredytów – rosnący udział kredytów dla gospodarstw domowych (o niskiej produktywności, oferujących atrakcyjne zabezpieczenie, np. w formie hipoteki) oraz nie-bankowych instytucji finansowych (wykorzystujących kredyt jako tzw. lewar w działalności spekulacyjnej) kosztem kredytów dla firm (o wysokiej produktywności),

- Ograniczony wpływ systemu finansowego na przesuwanie granicy wydajności danej gospodarki, w efekcie o ile system finansowy wspiera proces doganiania do momentu osiągnięcia tej granicy, to dalsze możliwości rozwoju determinowane są innymi czynnikami (nie związanymi z systemem finansowym),

- Absorpcję talentów (kapitału ludzkiego) - „przerośnięty" w stosunku do rozmiarów gospodarki i oferujący ponadprzeciętne warunku zatrudnienia system finansowy może prowadzić do drenażu talentów z negatywnymi konsekwencjami dla rozwoju innych sektorów.

Reasumując, należy stwierdzić że wciąż bezsporna pozostaje kwestia pozytywnego współoddziaływania sprawnie funkcjonującego systemu finansowego i tempa rozwoju gospodarki. Co więcej bez takiego systemu trwały rozwój gospodarczy i trwała konwergencja w kierunku lepiej rozwiniętych gospodarek jest w zasadzie niemożliwa. Równocześnie badania z ostatnich lat – fokusujące się na kwestiach efektywności systemu finansowego – prowadzą do wniosków, że w określonych warunkach (w szczególności przy nadmiernie luźnej polityce monetarnej) system ten może prowadzić do zaburzenia procesów rozwojowych. Dzieje się tak, gdy środki finansowe przekierowywane są na dużą skalę do nisko- lub nieproduktywnych zastosowań. Z reguły tego typu sytuacja znajduje odzwierciedlenie w nadmiernym – w stosunku do rozmiarów gospodarki - rozroście systemu finansowego.

I.2. System finansowy a dystrybucja dochodów (kwestia nierówności dochodowych)

O ile kwestia powiązań pomiędzy systemem finansowym, a rozwojem gospodarczym jest przedmiotem licznych badań od długiego już czasu, to oddziaływanie systemu finansowego na redystrybucję dochodów było przez wiele dziesięcioleci tematem cieszącym się ograniczonym zainteresowaniem[13]. Rozwój badań w tym obszarze[14] znacząco przyspieszył w ostatnich latach i jest niewątpliwie konsekwencją ostatniego kryzysu. Okazało się bowiem, że narastanie różnic dochodowych może prowadzić do wielu niekorzystnych zjawisk, których ostatecznym efektem jest negatywne oddziaływanie na rozwój społeczno-gospodarczy. Do zjawisk tych należą m.in.:

pojawienia się swego rodzaju gwarancji bezpieczeństwa (pomocy państwa w sytuacji problemów), co przekłada się na niższe koszty finansowania. Mając przewagę niższych kosztów łatwiej o uzyskanie jeszcze większej skali działalności/aktywów.

[13] Z wczesnych prac warto przywołać: „An equilibrium theory of the distribution of income and intergenerational mobility", GS. Baker I N.Tomes, "Income distribution and macroeconomics", O.Galor I J.Zeira

[14] Dla przykładu: "Finance and inclusive growth", OECD Economic Policy Paper 14/2015, "Finance and income inequality in OECD countries", OECD Working Paper 42/2015

- Nieefektywność ekonomiczna – koncentracja bogactwa w ramach wąskiej grupy społecznej prowadzi do ograniczenia popytu w gospodarce (najbogatsi nie są w stanie konsumować w takich ilościach by skompensować ubytek popytu po stronie gospodarstw z niższych grup dochodowych),
- Erozja systemu politycznego – nadmierna koncentracja bogactwa może być wykorzystywana dla zapewnienia pożądanych rozwiązań prawnych, a nawet wyników wyborów,
- Rozpad więzi społecznych – nadmierna koncentracja bogactwa może prowadzić do antagonizmów, zwłaszcza jeśli odbywa się kosztem określonych grup społecznych (np. pracownicy).

W konsekwencji dystrybucja dochodów ma silne przełożenie na stabilność wzrostu gospodarczego. Badania MFW[15] wskazują, że jeśli jakiś kraj wszedł na ścieżkę wzrostu gospodarczego, to to jak długo ten proces trwał było w największym stopniu zależne od dystrybucji dochodów – im była ona bardziej równomierna, tym dłuższa była faza wzrostu. W tym samym dokumencie autorzy zauważają, że silne nierówności w podziale dochodu mogą nie tylko prowadzić do skrócenia okresu wzrostu gospodarczego, ale wywołać kryzys finansowy związany z nadmierną skalą zadłużania się tych, których dochody nie rosną[16].

Na poziomie koncepcyjnym związek pomiędzy systemem finansowym, a kwestią nierówności dochodów jest z reguły wyprowadzany od tego, że system finansowy (jego kształt) ma wpływ na to, kto w danej gospodarce jest w stanie realizować swoje projekty biznesowe czy edukacyjne (innymi słowy akumulować kapitał fizyczny i ludzki). Tym samym oddziałuje na powszechność możliwości realizacji i korzystania z szans, determinując skalę redystrybucji dochodów.

Wczesne badania powiązań pomiędzy systemem finansowym, a dystrybucją dochodów doprowadziły do wykształcenia się dwóch szkół, przy czym badania empiryczne nie są w stanie dostarczyć wystarczająco silnych argumentów za którąkolwiek z nich. Według pierwszej zależność pomiędzy rozwojem systemu finansowego, a poziomem nierówności dochodowych ma kształt odwróconego „U”17, co wynika z faktu, że na początku korzyści z rosnącego ufinansowienia gospodarki odnoszą jedynie bogaci (co skutkuje pogłębieniem różnic dochodowych), ale po osiągnięciu pewnego poziomu rozwoju coraz szersze rzesze społeczeństwa uzyskują dostęp do systemu finansowego, co wspiera bardziej równomierny rozkład dochodów. Druga szkoła18 opowiada się za liniową zależnością pomiędzy rozwojem systemu finansowego, a dystrybucją dochodów - według tej szkoły wraz z rozwojem systemu finansowego (a tym samym gospodarki) nierówności maleją.

Post-kryzysowe badania19 zagadnienia powiązań pomiędzy systemem finansowym a redystrybucją dochodów wskazują na to, że:

1. Zwiększenie dostępu do usług finansowych może mieć pozytywny wpływ na ograniczenie nierówności dochodowych. Wpływ taki ma także pogłębianie finansowe (wzrost relacji aktywów finansowych do PKB) oraz

[15] „Inequality and unsustainable growth: two sides of the same coin?” IMF Staff Discussion Note, 2011

[16] Zadłużanie się ma umożliwić nadążanie za wzorcami konsumpcji wyznaczanymi przez tych, którzy są beneficjentami wzrostu.

[17] “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, Greenwood, J., and Jovanovic, B.

[18] “From Physical to Human Capital Accumulation: Inequality and the Process of Development”, Galor, O., and Moav, O.

[19] Ich syntezę można znaleźć m.in. w:„Financial development, inequality and poverty – some international evidence”, MFW oraz “Finance, growth and inequality”, OECD

poprawa efektywności systemu finansowego (wyrażona ograniczoną skalą nadmiernych marż). Zależność ta ma jednak charakter warunkowy. Po pierwsze procesowi temu musi towarzyszyć rozluźnianie ograniczeń kredytowych wobec osób o ograniczonych dochodach (wówczas bowiem mogą oni realizować inwestycje o wysokiej stopie zwrotu, np. w edukację). Po drugie wydatki finansowane z kredytu muszą mieć charakter inwestycji: na cele edukacyjne, rozpoczęcie działalności gospodarczej itp. Drugim kanałem oddziaływania szerszego dostępu do usług finansowych na redystrybucję dochodów jest jego oddziaływanie na rozwój biznesów, a tym samym na rosnące zatrudnienie (i uzyskiwane w gospodarce dochody, a tym samym zdolność zaciągania zobowiązań finansowych).

2. W określonych warunkach rozwój systemu finansowego może sprzyjać powstawaniu stosunkowo wąskiej grupy obywateli odnoszącej szczególnie duże korzyści z tego procesu20. Wyznaczają oni model życia/konsumpcji dla szerokiej rzeszy „aspirujących", którzy by model ten naśladować muszą się zadłużać (co wtórnie wspiera proces ufinansowienia ze względu na popyt na kredyt).
3. Rosnąca rola i wielkość giełdy może przekładać się na narastające dysproporcje dochodowe, gdyż bogactwo w formie akcji koncentruje się w gospodarstwach o wyższym poziomie dochodów. W efekcie ponadprzeciętne dochody kapitałowe – jeśli występują - pogłębiają dysproporcje dochodowe.
4. W niektórych krajach nierówne podejście do kredytowania gospodarstw w zależności od poziomu dochodu przekłada się na szanse realizowania przez nie zyskownych projektów, co może przyczyniać się do pogłębiania różnic dochodowych.

Reasumując, choć można znaleźć teoretyczne argumenty wspierające hipotezę o pozytywnym oddziaływaniu systemu finansowego (w szczególności powszechnego dostępu do niego) na proces wyrównywania dochodów, to równocześnie najnowsze badania[21] wskazują na dużo bardziej złożony (dynamiczny) charakter relacji pomiędzy systemem finansowym a redystrybucją dochodów. Dla przykładu poziom redystrybucji dochodów w danym momencie może oddziaływać na kształt polityki rządu w stosunku do sektora finansowego, zaburzając tym samym pierwotną relację. Na relację pomiędzy systemem finansowym a redystrybucją dochodów wpływa także polityka rządu w innych obszarach; np. zapewnienie powszechnego dostępu do edukacji ogranicza rolę dostępu do finansowania w odniesieniu do możliwości wykorzystania szans. Z tych powodów badania empiryczne nie prowadzą do jasnych, uniwersalnych konkluzji, które byłyby aplikowalne w każdych uwarunkowaniach i w każdym czasie.

I.3 Banki czy rynek – zalety i wady obu form pośrednictwa

Do głównych ***zalet banków*** jako instytucji pośrednictwa finansowego zalicza się[22]:

1. ***Zdolność do tzw. transformacji terminów*** - ze względu na specyfikę działalności banki są w stanie dokonywać zamiany krótkoterminowego

[20] G.Hodgson (w "Banking, finance and income inequality") zalicza do tej grupy w pierwszym rzędzie zarządzających funduszami inwestycyjnymi i tradarów, a w drugim kadrę zarządzającą firm, której płace rosną w efekcie odnoszenia do benchmarku wyznaczanego przez sektor finansowy.

[21] Szerokie ujęcie tego aspektu można znaleźć m.in. w „Finance and inequality: theory and evidence", A.Demirguc-Kunt i R.Levine

[22] Szeroką listę zalet i wad finansowania bankowego i poprzez rynek można znaleźć m.in. w: „Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth", S.Langfield i M.Pagano

finansowania w formie depozytów na długoterminowe finansowanie dla gospodarki (kilkunasto-, a nawet kilkudziesięcioletnie kredyty inwestycyjne czy mieszkaniowe).

2. ***Wysoką efektywność w zakresie oceny (standardowego) ryzyka kredytowego*** – ze względu na ilość procedowanych wniosków kredytowych inwestycje w infrastrukturę niezbędną dla właściwej oceny ryzyka (w momencie udzielania kredytu i w trakcie jego spłaty) rozkładają się, co sprawia, że banki są w zasadzie bezkonkurencyjne przy dużych wolumenowo, a małych wartościowo rodzajach transakcji (kredyty dla gospodarstw domowych czy małych i średnich przedsiębiorstw).
3. ***Preferowany przez banki model finansowania oparty na długoterminowej relacji z klientem*** - pozwala on ograniczyć problem nierównowagi w zakresie informacji (np. skłonności do ukrywania istotnych informacji przez pozyskującego finansowanie), zwiększając tym samym skalę bezpieczeństwa udzielanych kredytów.
4. ***Większe bezpieczeństwo niejawnych informacji*** - ze względu na dwustronny rodzaj relacji bank-kredytobiorca banki zapewniają lepsze zabezpieczenie informacji dotyczących biznesu klienta, rozwijanych przez niego innowacji itp., tym samym wspierają dany biznes ograniczając ryzyko klienta związane z ewentualną utratą przez niego przewag konkurencyjnych.
5. ***Większy poziom stabilności makroekonomicznej wynikający z utrzymywania finansowania gospodarki w warunkach kryzysu*** - badania wskazują, że dzieje się tak w przypadku szoków, których źródła tkwią poza systemem bankowym. W takich sytuacjach – o ile system bankowy jest dobrze skapitalizowany - firmy mogą w większym stopniu liczyć na finansowanie bankowe niż rynkowe. Przewaga banków wynika z tego, że na bazie bieżącego monitorowania sytuacji kredytobiorcy są w stanie lepiej niż rynek odróżnić przypadki niewypłacalności od przejściowych problemów wywołanych ograniczeniem płynności.
6. ***Możliwość kreacji pieniądza*** - banki odgrywają szczególną rolę w systemie finansowym; nie są typowymi pośrednikami transferującymi środki od deponentów do kredytobiorców, ale instytucjami kreującymi pieniądz w trakcie procesu kredytowego[23]. W konsekwencji - w tym podejściu - rola banków w gospodarce jest szczególna, gdyż pozostałe instytucje finansowe nie mają podobnej właściwości i zajmują się jedynie transferowaniem istniejących już środków od jednych podmiotów do innych.

Do głównych ***wad banków*** jako instytucji pośrednictwa finansowego zalicza się:

1. **Podatność banków do wywoływania kryzysów finansowych** – związane jest to z naturą działalności banków, która wystawia je na różnego rodzaju ryzyka (kredytowe, rynkowe, płynności itd.). Ze względu na rolę banków w gospodarce (swego rodzaju krwiobieg) kryzysy bankowe przekładają się w zasadzie zawsze na problemy sfery realnej oddziałując tym samym na wzrost gospodarczy. W ostatnich dziesięcioleciach oddziaływanie kryzysów bankowych na gospodarkę było także widoczne poprzez coraz większy wpływ na sytuację sektora publicznego – ratowanie banków „za dużych by upaść" prowadziło z reguły do narastania problemów fiskalnych.
2. ***Skłonność do maksymalizowania dochodów w oparciu o przewagę informacyjną*** - badania wykazują,

[23] Według teorii bankowości opartej na tzw. rezerwie cząstkowej system bankowy ma zdolność kreacji kredytu (pieniądza depozytowego), gdyż utworzone w procesie kredytowym środki powracają do banków (w formie depozytów) stając się podstawą dla udzielenia nowych kredytów. Z kolei według teorii kreacji kredytu przez banki te ostatnie mają możliwość kreacji pieniądza „z niczego" - by udzielić nowego kredytu nie potrzebują wcześniejszego depozytu (ta ostatnia teoria jest uznawana m.in. przez Bank Anglii; porównaj: „Money creation in the modern economy", Bank of England).

że w krajach o ograniczonej konkurencji banki mogą wykorzystywać swoją przewagę informacyjną w relacjach z klientem do maksymalizowania dochodów. Problem ten dotyczy w szczególności małych i średnich firm, które nie mają alternatywy w postaci dostępu do finansowania przez rynek.

3. ***Wyższa skłonność niż rynek do angażowania środków w nisko-produktywne i/lub nieproduktywne przedsięwzięcia***[24] - praktyka wskazuje, że inwestorzy – w przeciwieństwie do banków – mają większą skłonność do uznania porażki, tym samym ograniczają skalę źle zaangażowanych środków.
4. ***Silna reakcja na kryzys finansowy*** - w warunkach kryzysu finansowego (obejmującego sektor bankowy) finansowanie przez rynek okazuje się bardziej stabilne[25]. Jako jeden z głównych powodów takiej sytuacji uznaje się negatywny wpływ recesji na wartość zabezpieczeń i kapitałów finansowanych firm oraz kapitały samych banków (które to kapitały determinują skalę możliwego lewarowania). Pro-cykliczna natura kredytów bankowych wynika także po części z wymogów regulacyjnych[26].
5. ***Wysokie koszty regulowania i nadzorowania systemu bankowego*** – wynika to z występowania zjawiska „moral hazard". Jest ono szczególnie silne w systemie bankowym, gdyż po stronie angażujących środki jest wiele rozproszonych i niewyrafinowanych podmiotów (deponenci). Rodzi to wśród banków bodźce do podejmowania – w celu osiągnięcia ekstra zysków – nadmiernego ryzyka. Stąd potrzeba ochrony przez państwo deponentów (system gwarancji depozytów, wymogi kapitałowe, system nadzoru itd.).

Do głównych ***zalet rynku*** jako formy pośrednictwa finansowego zalicza się:

1. ***Wysoką elastyczność*** – sprawia ona, że wraz z rosnącą złożonością gospodarki z reguły ujawnia się przewaga rozwiązań rynkowych, które w większym stopniu mają charakter oferty „szytej na miarę".
2. ***Lepsze dostosowanie do wymogów gospodarki opartej na wiedzy*** (innowacyjnej, z wysokim poziomem nakładów na badania i rozwój oraz z dużą ilością start-upów) - wynika to z faktu, że instytucje działające w oparciu o rynek przyczyniają się do usprawnienia corporate governance i zapewniają formy kapitału bardziej odpowiadające potrzebom młodych i dynamicznych firm. Banki w kontekście finansowania innowacji są znacznie bardziej konserwatywne (także ze względu na ograniczenia regulacyjne), zdecydowanie bardziej preferują finansowanie tradycyjnych rodzajów działalności i sprawdzonych modeli biznesowych[27].
3. ***Większe bezpieczeństwo z punktu widzenia gospodarki*** – w teorii finansowanie przez rynek postrzeganie jest jako bardziej bezpieczne dla gospodarki co wynika to z faktu, że konsekwencje nietrafionych inwestycji ponoszą bezpośrednio powierzający środki: inwestorzy. W przypadku systemu bankowego, jak do tej pory ponoszącym konsekwencje niewłaściwej polityki kredytowej było z

[24] Mechanizm został opisany w części "Rynki finansowe a wzrost".

[25] Warto zauważyć, że nie jest tak zawsze. Wiele zależy od natury i źródła szoku. W określonych warunkach może wystąpić sytuacja odwrotna – rynki finansowe mogą pozostawać niepłynne (uniemożliwiając tym samym refinansowanie, czy pozyskanie nowych środków), a banki mogą w tym czasie nadal udzielać kredytów.

[26] T.Adrian, P.Colla i H-S. Shin (w "Which financial frictions? Parsing the evidence from the financial crisis of 2007-09") argumentują, że w okresach złej koniunktury podaż kredytu jest ograniczana, gdyż banki muszą redukować swoją ekspozycję na ryzyko niewypłacalności by spełnić wymogi wynikające z metodologii Value-at Risk.

[27] W tym kontekście struktura systemu finansowego może w pewnej mierze determinować model innowacyjności danej gospodarki. Rynkowy model finansowania w USA wspiera tamtejszy model innowacyjności oparty na start-upach. Z kolei bankowy model systemu finansowego w Niemczech współgra z modelem innowacyjności opartym na dużych firmach zdolnych generować nadwyżki finansowe w tradycyjnych obszarach działalności. Te nadwyżki mogą być wykorzystywane do finansowania innowacji, podczas gdy tradycyjna działalność finansowana jest z kredytu.

reguły państwo (podatnicy)[28]. Poza tym instytucje rynkowe są z reguły znacznie bardziej rozdrobnione, więc upadek którejś z nich niesie ze sobą znacznie mniejsze konsekwencje niż upadek banku.

Jako główne ***wady rynku*** jako formy pośrednictwa finansowego wskazuje się:

1. ***Brak możliwości kreacji pieniądza*** - w związku z tym w zasadzie nie można sobie wyobrazić systemu finansowego w pełni opartego na rozwiązaniach rynkowych.
2. ***Nieefektywność w przypadku niewielkich finansowań*** (małych i średnich firm, gospodarstw domowych) – wynika to z braku efektów skali (braku masowości rozpatrywania tego typu przypadków).
3. ***Większą zmienność sfery realnej*** – doświadczenia krajów zorientowanych rynkowo (np. USA) wskazują na szybsze i głębsze dostosowanie (redukcję) inwestycji i zatrudnienia w sytuacjach gdy sektor firm jest finansowany głównie przez rynek. Wynika to z faktu wysokiego ryzyka braku refinansowania, co zmusza do gwałtownych dostosować w zakresie kosztów operacyjnych i wydatków kapitałowych. Taka sytuacja przekłada się na głębsze załamania koniunktury, choć z reguły są one relatywnie krótkotrwałe i następuje po nich silne odbicie.

Największą wadą rozwiązań opartych na rynku wydaje się być jednak brak – przy obecnym stanie wiedzy - pełnego zrozumienia wielu istotnych kwestii związanych z oddziaływaniem systemu finansowania opartego na rynku na procesy mikro- i makroekonomiczne. Sytuacja ta wynika z faktu, że przez dziesięciolecia badania koncentrowały się głównie na systemie bankowym. Tymczasem problem wystarczającej wiedzy odnosi się m.in. do tak istotnych zagadnień jak:

- Oddziaływanie przesunięcia pośrednictwa finansowego w kierunku rynków na zmiany w zachowaniu gospodarstw domowych - przesunięcie pośrednictwa w kierunku rynku prowadzi do zmiany struktury oszczędności gospodarstw domowych; te w coraz większym stopniu kierowane są do funduszy (inwestycyjnych, emerytalnych) czy na giełdę, kosztem depozytów bankowych. W konsekwencji tego procesu gospodarstwa domowe przekształcają się z „oszczędzających" w „inwestorów". Przy dobrej koniunkturze prowadzi to do zmiany nastawienia gospodarstw, które widząc rosnącą wartość aktywów (tzw. „efekty bogactwa") nie dostrzegają potrzeby oszczędzania z bieżących dochodów. W efekcie spada stopa oszczędności (część bieżących dochodów odkładana na przyszłość), co przejściowo może stymulować konsumpcyjny boom, ale ma negatywne konsekwencje dla krajowego bilansu oszczędności i inwestycji (czyni kraj w większym stopniu zależnym od zagranicznego finansowania). Z kolei w odwrotnej sytuacji - załamania się rynków finansowych i spadku wartości aktywów - gospodarstwa mogą reagować silnym wzrostem skłonności do oszczędzania, co mocno uderza w koniunkturę. Ostatecznym efektem tych procesów jest dużo większa zmienność realnych parametrów w gospodarce – okresy boomu i dekoniunktury są intensyfikowane.

- Potencjalne oddziaływanie zmian w strukturze pośrednictwa (na korzyść rynku) na zmiany nastawienia gospodarstw domowych do stóp

[28] Warto zauważyć, że ostatnie lata przyniosły w tym względzie istotne zmiany. Po pierwsze powszechna jeszcze do niedawna polityka „bail-out" (ratowania banków z funduszy publicznych) jest stopniowo zastępowana polityką „bail-in" (przerzucenia kosztów upadku na właścicieli/pożyczkodawców danej instytucji). Po drugie rosnąca skala inwestycji dokonywanych przez inwestorów z wykorzystaniem tzw. dźwigni (współfinansowania kredytem) powoduje, że w sytuacji nietrafionych inwestycji, koszty obciążają nie tylko inwestorów, ale mogą się przyczynić do poważnych problemów sektora bankowego (wymuszając niekiedy zaangażowanie środków podatników). Po trzecie, wiele nie-bankowych instytucji finansowych (choć trzeba pamiętać, że także niektóre banki) angażuje się w różnego rodzaju transakcje wykorzystujące na masową skalę instrumenty pochodne, których oddziaływanie na system finansowy (jak się często okazuje post factum) nie jest w pełni zrozumiałe i przewidywalne.

procentowych – proces ten związany jest z opisaną powyżej transformacją gospodarstw z „oszczędzających" w „inwestorów". O ile bowiem „oszczędzający" są zwolennikami wysokich stóp (wówczas ich dochody odsetkowe rosną), to „inwestorzy" preferują niskie stopy, które stymulują boom na rynkach różnorakich aktywów (a co za tym idzie wzrost bogactwa). W efekcie gdy dany kraj ewoluuje w kierunku modelu rynkowego może pojawiać się coraz bardziej powszechne przyzwolenie by utrzymywać niskie w stosunku do tempa wzrostu i/lub inflacji stopy procentowe w gospodarce. To z kolei rodzi ryzyko kreowania w gospodarce różnego rodzaju baniek spekulacyjnych.

- Oddziaływanie przesunięcia pośrednictwa finansowego w kierunku rynków na zmiany w zachowaniu przedsiębiorstw niefinansowych. Zwraca się uwagę, że choć inwestorzy (czy to nabywający akcje czy pożyczający środki) mają dyscyplinujące oddziaływanie na zarządy (wymuszają dyscyplinę i efektywność), to z punktu widzenia średnio- i długoterminowych perspektyw rozwoju firmy to dyscyplinowanie może być źle ukierunkowane. Dzieje się tak, gdy presja na krótkookresowe zyski odbija się na poziomie nakładów kapitałowych oraz prowadzi do nadmiernego zadłużenia firmy (jako sposobu na krótkoterminowe zwiększenie zwrotu z zaangażowanego kapitału).

- Oddziaływanie wzrostu znaczenia rynku w pośrednictwie finansowym na sposoby prowadzenia polityki monetarnej oraz oddziaływania tej ostatniej na gospodarkę. Wraz z malejącą rolą banków w pośrednictwie finansowym: i) kanał bankowy transmisji impulsów monetarnych przestaje odgrywać znaczenie, ii) rośnie wpływ efektów bogactwa dla procesów zachodzących w gospodarce. To wszystko skłania (w określonych wypadkach załamania rynków nawet zmusza) banki centralne do podejmowania ekspansywnych działań mających na celu przywrócenie wzrostów cen aktywów. W efekcie mamy do czynienia z narastającą ingerencją banku centralnego na różnego rodzaju rynkach (bank centralny jest obecny jako kupujący/sprzedający dane aktywa). Konsekwencją takiej sytuacji jest wypaczanie sygnałów cenowych w gospodarce – nie ma bowiem żadnej gwarancji, że poziom cen, który bank centralny uzna za właściwy jest nim w rzeczywistości. W ten sposób dochodzi do zaburzania jednej z podstawowych funkcji systemu finansowego jaką jest wycena aktywów.

- Stymulowanie rozwoju „bankowości cienia" (ang. shadow banking). Podczas gdy działalność sektora bankowego jest ściśle regulowana, a jego wnikliwy nadzór czyni ten sektor relatywnie transparentnym, to im większa jest rola rynku tym większa skłonność do powstawania różnego rodzaju instytucji świadczących usługi finansowe w dużo mniej przejrzysty i kontrolowalny sposób (powszechnie w tym kontekście przywołuje się przykład rynku amerykańskiego, gdzie funkcjonowanie „shadow banking" stało u źródła ostatniego kryzysu). W efekcie przesuwanie pośrednictwa finansowego w kierunku segmentu nie-bankowego może utrudniać identyfikację zagrożeń dla stabilności systemu[29].

- Stymulowanie popytu na aktywa pozbawione ryzyka, co może prowadzić do rozwoju niebezpiecznych innowacji finansowych i nadmiernego zadłużania się rządów. Inwestorzy (instytucje działające na rynku finansowym) zgłaszają zapotrzebowanie na aktywa pozbawione ryzyka, które stanowią substytut

[29] Duża część czynników destabilizujących systemy finansowe w ostatnich latach miała swoje bezpośrednie źródła poza sektorem bankowym, np. w działaniach instytucji ubezpieczeniowych (AIG), rządowych kas pożyczkowych (Fannie Mae, Freddie Mac), czy podmiotów rynku kapitałowego (np. upadek funduszu LTCM).

gwarancji depozytów. Skłania to do innowacyjności w obszarze tworzenia tego typu aktywów (np. takich jak CDOs), co może okazać się ryzykowne. Rodzi także zwiększone zapotrzebowanie na papiery skarbowe prowadząc do nadmiernego spadku ich rentowności, co z kolei może stanowić zachętę do nadmiernego zadłużania się sektora publicznego.

Reasumując, zarówno w przypadku pośrednictwa finansowego przez banki jak i przez rynek można mówić o specyficznych zaletach i wadach. To w jakiej skali się one ujawniają zależy w dużej mierze od otoczenia, w którym dane rozwiązania (oparte na bankach lub rynku) funkcjonują. Równocześnie zarówno w przypadku banków, a w jeszcze większej skali rynków wiele aspektów przełożenia danej formy pośrednictwa na kwestie makroekonomiczne pozostaje stosunkowo słabo rozeznanych.

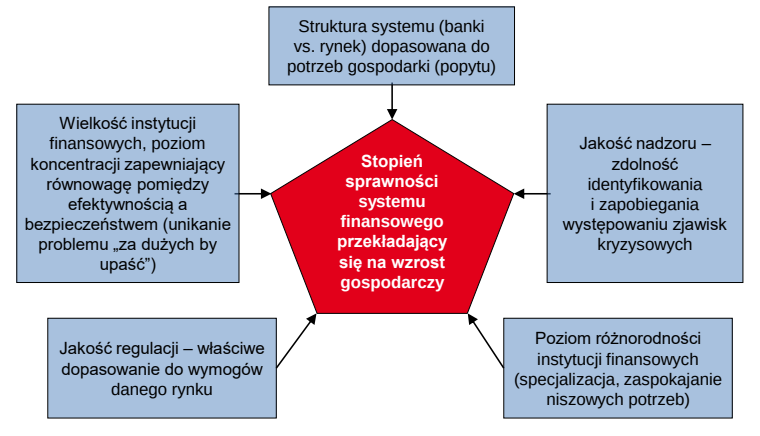
I.4. Synteza obecnego stanu wiedzy na temat optymalnego kształtu i sposobów regulacji systemu finansowego

Badania na temat optymalnego kształtu systemu finansowego (roli i miejsca banków oraz instytucji działających w oparciu o rynek) nie dostarczają jak na razie jednoznacznych konkluzji, choć wskazują na wiele elementów (rys.2) oraz prawidłowości/zjawisk, które mogą być pomocne przy projektowaniu systemu finansowego danego kraju. Obecny stan wiedzy w tym zakresie można podsumować w następujący sposób[30]:

1. Nie istnieje jeden uniwersalny model systemu finansowego, który sprawdzałby się w każdych warunkach i przez to miałby zastosowanie w każdym kraju. W indywidualnym przypadku optymalny kształt zależy od wielu czynników, w tym m.in.:

- Otoczenia ekonomicznego (na które składają się m.in.: stopień i tempo rozwoju gospodarki, struktura własnościowa kapitału, poziom dochodów społeczeństwa, struktura branżowa gospodarki, struktura firm w zakresie ich wielkości, poziom zaawansowania firm), które wpływa na skalę popytu na finansowanie oraz charakter pożądanych produktów finansowych,

RYS. 2 – GŁÓWNE CZYNNIKI DETERMINUJĄCE SPRAWNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO



Źródło: „Sektor finansowy w Polsce – stan, efektywność i główne wyzwania na przyszłość", A.Halesiak, K.Mrówczyński

- Otoczenia regulacyjnego, w tym m.in. i) efektywności systemu egzekwowania prawa oraz ii) stopnia wyważenia pomiędzy pro-stabilizacyjnym a pro-rozwojowym

[30] Syntetyczne podsumowanie obecnej wiedzy można znaleźć m.in. w: „Effects of financial system size and structure on the real economy. What do we know and what do we not know?", UNEP, „Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", MFW, "Changing global financial structures: can they improve economic outcomes?". MFW (rozdział 4 w "Global financial stability report – October 2012")

oddziaływaniem przepisów prawnych regulujących sektor finansowy.

2. Choć banki i rynek są dość powszechnie postrzegane jako alternatywne sposoby finansowania gospodarki, to równocześnie w dość szerokim zakresie mają w praktyce charakter komplementarny. Dla przykładu nawet w krajach gdzie większość finansowania firm przypada na „rynek", to banki pozostają głównym finansującym segment małych i średnich przedsiębiorstw. Taka sytuacja wynika ze swego rodzaju specyficznych predyspozycji jednej i drugiej formy finansowania[31], które w związku z tym w określonych warunkach sprawdzają się lepiej.
3. W krajach o niskim poziomie rozwoju lepiej sprawdza się z reguły system finansowy oparty na bankach. Wynika to z faktu, że oferuje on optymalne kosztowo zarządzanie ryzykiem kredytowym w warunkach, gdy to ryzyko ma standardowy charakter, a słabość instytucji związanych z egzekwowaniem prawa zwiększa ryzyko inwestorów odpożyczających środki za pośrednictwem rynku. Z kolei wraz ze wzrostem poziomu dochodu rośnie z reguły udział rynkowej części systemu finansowego, co wynika m.in. z: i) rosnącego „zaawansowania" gospodarstw i firm, a tym samym większej skłonności do sięgania po bardziej wyrafinowane produkty finansowe, ii) poprawy jakości instytucji odpowiedzialnych za skuteczne egzekwowanie prawa.
4. Różne rodzaje instytucji finansowych, a szczególnie różne rodzaje banków (z punktu widzenia ich własności – prywatne, w tym krajowe i zagraniczne, spółdzielcze, itd.) mają z reguły swoje unikalne przewagi w zaspokajaniu potrzeb finansowych różnych grup klientów, dlatego też zróżnicowanie systemu finansowego pod względem charakteru instytucji sprzyja pogłębianiu pośrednictwa finansowego. Procesowi temu służy także właściwe znalezienie kompromisu pomiędzy oligopolistyczną strukturą rynku (która z reguły prowadzi do wzrostu kosztów pośrednictwa finansowego), a rynkiem zbyt rozdrobnionym. W tym ostatnim przypadku erozja marż powoduje, że instytucje finansowe nie są stanie osiągnąć zysków koniecznych do akumulacji kapitałów, których poziom warunkuje skalę możliwego finansowania.
5. Mniej złożone, a przez to bardziej transparentne systemy finansowe są z reguły w mniejszym stopniu narażone na poważne kryzysy, a jeśli już do nich dochodzi to z reguły kryzysy te są łatwiejsze do zarządzania.
6. W niektórych krajach ostatnie 20 lat przyniosło rozmycie podziału na pośrednictwo bankowe i rynkowe. Związane to było z faktem transformacji systemu bankowego od tradycyjnego modelu działania (opartego na działalności depozytowo-kredytowej) do tzw. „market-based banking". Charakteryzuje go wysoki udział finansowania działalności banków poprzez rynek hurtowy. Równocześnie po stronie należności istotną część stanowią aktywa handlowe podczas gdy kredyty w istotnej części podlegają sekurytyzacji i są następnie sprzedawane inwestorów kapitałowym.
7. Transgraniczne powiązania kapitałowe w systemie finansowym (zwłaszcza bankowym) mogą być korzystne dla gospodarki ze względu na przepływ rozwiązań technologicznych, know-how czy finansowanie. Wyjątek stanowi sytuacja gdy instytucje matki nie są zarządzane w sposób właściwy, co może skutkować importowaniem niestabilności.
8. Wyższe bufory kapitałowe w instytucjach finansowych przyczyniają się generalnie do zwiększenia stabilności systemu (z pozytywnymi implikacjami dla wzrostu), jednakże istnieje pewien poziom wymogów (relatywnie wysoki), którego przekroczenie ma już jedynie marginalny wpływ na

[31] Temat ten został szerzej potraktowany w części I.3.

stabilność przy rosnącym negatywnym oddziaływaniu na wzrost.

9. Jakość otoczenia regulacyjnego ma wpływ na kształt ekspansji systemu finansowego, a tym samym w średnim i długim okresie oddziałuje na rozwój gospodarczy. Jeśli regulacja jest odpowiednia, to dopuszczenie pewnej swobody działania instytucji finansowych ma pozytywny efekt dla rozwoju. Gdy regulacja jest z kolei niewłaściwa (źle ukierunkowana), to swoboda działania dana instytucjom finansowym prowadzi z reguły do wypaczeń (grożących destabilizacją systemu).

I.5. Wnioski i rekomendacje

Podstawowe wnioski i rekomendacje wypływające z doświadczeń międzynarodowych są następujące:

- Celem polityki wobec systemu finansowego nie powinien być wzrost tego systemu jako taki, ale - biorąc pod uwagę jego wspierającą rolę w gospodarce - to by właściwie spełniał przewidziane dla niego funkcje, w szczególności by efektywnie pośredniczył w przepływie zasobów finansowych bez narażania gospodarki za zbędne ryzyko. W tym kontekście bardzo ważne jest zapewnienie możliwości dopasowywania się struktury systemu – kanałów podaży środków - do wymogów popytu zgłaszanego przez sektor niefinansowy. By to zapewnić muszą istnieć odpowiednie ramy instytucjonalno-prawne przewidujące określone rodzaje umów oraz możliwość funkcjonowania określonych rodzajów podmiotów (banków i instytucji powiązanych z rynkiem takich jak np. giełda).

- System finansowy, który ma wspierać wzrost w średnim i długim okresie musi być w stanie generować odpowiednią skalę tzw. „cierpliwego kapitału" (ang. „patient capital")[32]. To taki kapitał, który jest inwestowany w długookresowe projekty. W tym kontekście ważna jest swego rodzaju makro-ostrożnościowa kontrola wykorzystywania środków finansowych[33] (w tym tych pożyczanych za granicą) w gospodarce, tego na ile służą ono finansowaniu spekulacyjnych transakcji[34] (np. na rynkach finansowych), a na ile produktywnych projektów. Zapewnienie właściwej redystrybucji finansowania – to znaczy z odpowiednim udziałem „patient capital" - jest także korzystne z punktu widzenia ograniczenia negatywnego wpływu ufinansowienia na proces tworzenia nierówności dochodowych. Dzieje się tak ponieważ ten rodzaj kapitału przyczynia się do tworzenia nowych miejsc pracy.

- W kontekście nierówności dochodowych system finansowy nie powinien być narzędziem łagodzenia napięć wynikających z ich narastania. Innymi słowy

[32] Teoretycznie lepiej pod względem zapewnienia „patient capital" sprawdzają się systemy finansowe oparte o banki. Te ostatnie wchodzą bowiem z klientami korporacyjnymi w długotrwałe relacje. W praktyce sytuacja jest bardziej złożona. Z jednej strony wynika to z zacieśniającego się otoczenia regulacyjnego, które ogranicza zdolność angażowania się banków w takie długotrwałe relacje. Z drugiej rosnące tempo zmian technologicznych przekładające się na dużą dynamikę firm (wejścia/wyjścia) powoduje, że sektor niefinansowy coraz bardziej odchodzi od modelu jednego źródła finansowania. Taka sytuacja preferuje rynek, który jest w stanie zapewnić rożne rodzaje kapitału (seed capital, venture capital, Private Equity, IPO itd.) w zależności od etapu rozwoju danej firmy.

[33] Chodzi w szczególności o zewnętrzne formy finansowania (w przeciwieństwie np. do środków własnych firm) takie jak kredyt czy też środki pozyskiwane poprzez emisje obligacji.

[34] Jak pokazują doświadczenia z przeszłości (np. kryzys w USA z 1929 r.) największe zagrożenie pojawia się wówczas, gdy spekulacyjny kapitał wykorzystywany jest do tworzenia piramidy finansowej – wywołania sztucznego wzrostu wartości określonych aktywów poprzez nieustanny dopływ nowych środków pochodzących z kredytu.

nadmierne (wychodzące poza granice standardowego ryzyka) ułatwianie dostępu do kredytu i towarzyszące temu z reguły nadmierne zadłużenie się gospodarstw domowych o niskich dochodach nie powinno być traktowane jako substytut polityki mającej na celu ograniczanie skali i skutków nierówności dochodowych.

- Biorąc pod uwagę wspierającą rolę w gospodarce system finansowy powinien w średnim okresie wykazywać przeciętną na tle gospodarki rentowność. Utrzymywanie się przez dłuższy czas zbyt wysokiej – na tle gospodarki – rentowności oznacza z reguły, że z punktu widzenia gospodarki jako całości system finansowy znajduje się w uprzywilejowanej sytuacji i w efekcie nakłada nadmierny koszt na gospodarkę. Z kolei zbyt niska zyskowność podważałby zdolność systemu finansowego do akumulacji kapitałów, które są niezbędne dla prowadzenia (rozwoju) bezpiecznej działalności.

Szersze rekomendacje, wychodzące poza zakres systemu finansowego, ale ściśle z nim związane (szczególnie w kontekście stabilności tego systemu), wskazują na potrzebę:

- Zapewniania stabilności makroekonomicznej, która sprzyja podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, szczególnie tych produkcyjnych, o długim horyzoncie realizacji i spłaty,
- Oceny wpływu – w ramach lokalnych uwarunkowań - rozwiązań podatkowych na tworzenie nadmiernych preferencji dla finansowania długiem (w stosunku do kapitału) i/lub preferowania w zakresie finansowania określonych sektorów (zwłaszcza jeśli może to prowadzić do finansowania projektów o niskiej produktywności),
- Weryfikacji polityki mieszkaniowej, pod kątem tego czy nie stymuluje ona nadmiernego boomu kredytowego w nieruchomościach - jak pokazują przykłady wielu krajów boom w kredytach mieszkaniowych jest często pochodną polityki ukierunkowanej na wspieranie mieszkalnictwa,
- Utrzymywania właściwych ram polityki monetarnej – doświadczenia międzynarodowe wskazują, że prawdopodobieństwo tego że system finansowy stanie się źródłem problemu znacząco rośnie, jeśli polityka monetarna prowadzona w danym kraju jest nadmiernie ekspansywna. Taka polityka zwiększa bowiem prawdopodobieństwo finansowania projektów o niskiej produktywności. W tym kontekście jednym z kluczowych wyzwań staje się zapewnienie „równowagi interesów" – w obecnych uwarunkowaniach[35] w wielu krajach większość podmiotów (firm, gospodarstw domowych, rządy) odnosi krótkotrwałe korzyści z niskich stóp, co prowadzi do formalnej lub nieformalnej presji na władze monetarne, by stopy pozostawały na niskim (nie rzadko zbyt niskim) poziomie.

[35] Chodzi głównie o zmianę charakteru gospodarstw domowych z „oszczędzających" w „inwestorów", co przekłada się na odmienne oczekiwania w zakresie stóp procentowych (porównaj rozdział I.3.).

Część II. Obecny kształt systemu finansowego w Polsce
II.1 Aktywa instytucji finansowych

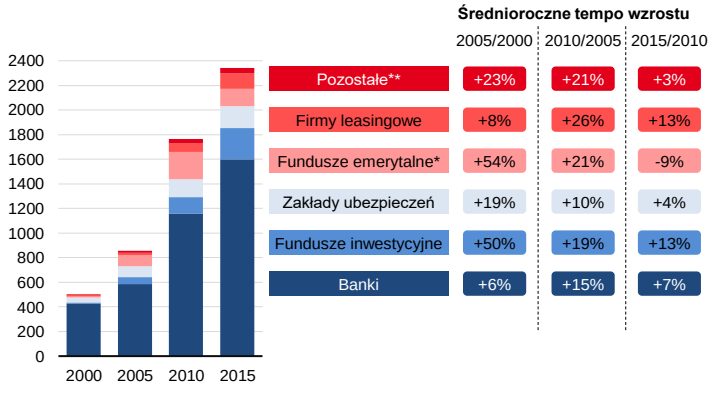
Na koniec 2015 roku jego łączne aktywa sektora finansowego (włączając niektórych mniejszych pośredników finansowych, takich jak firmy leasingowe czy domy maklerskie) osiągnęły poziom ponad 2,3 bln PLN (rys.3). Dynamika wzrostowa uległa jednak wyraźnemu spowolnieniu - w ostatnim 5-leciu aktywa analizowanego sektora rosły w średniorocznym tempie ok. 6%, wobec wzrostu aż o 16% rocznie w okresie 2005-2010 i o 11% rocznie w latach 2000-2005. Na spowolnienie rozwoju sektora w ostatnich latach wpłynęły przede wszystkim następujące czynniki:

- sytuacja globalna – kryzys finansowy 2008 r. i jego różnorakie następstwa doprowadziły do spowolnienia globalnego wzrostu (w tym w szczególności strefy euro), co z kolei przekłada się na wolniejszy wzrost polskiej gospodarki, niższe tempo akumulacji aktywów oraz wyższy poziom awersji do ryzyka (a co za tym idzie ograniczone zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny ze strony sektora niefinansowego);
- zmiany w otoczeniu regulacyjnym[36] - zaostrzenie wymogów działania instytucji finansowych (zwłaszcza banków) mające wpływ na dostępną skalę finansowania w gospodarce (np. poziom możliwej kreacji kredytu);
- zmiany systemowe – w szczególności reforma systemu emerytalnego z 2014 r., która spowodowały znaczące uszczuplenie (o ok. 50%) aktywów
- zgromadzonych w Otwartych Funduszach Emerytalnych;
- rosnąca dojrzałość rynku finansowego – na skutek bardzo szybkiego wzrostu we wcześniejszym okresie poziom nasycenia usługami finansowymi znacząco wzrósł.

Wyhamowanie wzrostu w różnym stopniu dotyczyło wszystkich głównych segmentów sektora finansowego (rys. 4), przy czym w największym stopniu aktywa zarządzane przez otwarte fundusze emerytalne (OFE) – efekt wspomnianej już reformy systemu finansowego. W konsekwencji aktywa OFE były na koniec 2015 r. aż o 37% niższe niż na początku dekady.

Średnioroczne tempo wzrostu aktywów sektora bankowego było w minionym 5-leciu o znacząco słabsze od tego notowanego w drugiej połowie ubiegłej dekady (+7% vs. +15%).

RYS. 4 - AKTYWA SEKTORA FINANSOWEGO WG RODZAJU INSTYTUCJI FINANSOWYCH (MLD PLN), 2000-2015



* Tzw. drugi filar; w 2014 roku ok. połowa aktywów została znacjonalizowana (przejęta przez Fundusz Ubezpieczeń Społecznych)
** Podmioty maklerskie, fundusze emerytalne tzw. trzeciego filaru, SKOK-i

Źródło: NBP, KNF, GUS

* Sektor finansowy traktowany szeroko, wraz z pośrednikami finansowymi takimi jak firmy leasingowe czy domy maklerskie

Źródło: NBP, KNF, GUS

[36] Przykładem mogą być regulacje związane z tzw. Bazyleą III przekładające się na wyższe wymogi kapitałowe i płynnościowe w bankach

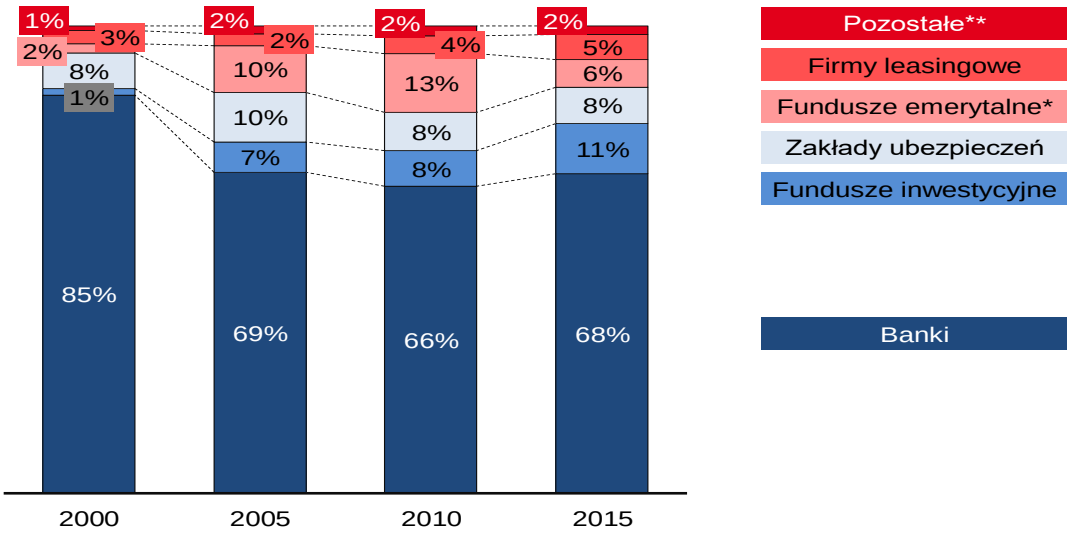
Wyraźne spowolnił również wzrost aktywów zakładów ubezpieczeń (+4% vs. +10%),

W najmniejszym stopniu spowolnienie wzrostu było widoczne w segmencie funduszy inwestycyjnych - w okresie 2010-2015 średnioroczne tempo wzrostu wyniosło ok. +13% wobec 19% w latach 2005-2010. Było to możliwe dzięki rozwojowi niepublicznych funduszy inwestycyjnych służących m.in. optymalizacjom podatkowym.

Wspomniane trendy doprowadziły w ostatnich latach do pewnych przetasowań w strukturze aktywów polskiego sektora finansowego (rys. 5). W porównaniu z końcem 2010 roku nastąpił bowiem:

- niewielki wzrost (z 66% do 68%) udziału największego segmentu, tj. sektora bankowego;
- dalszy wzrost znaczenia funduszy inwestycyjnych (11% vs. 8%, od 2014 roku drugi największy segment analizowanego sektora);
- wyraźne ograniczenie roli funduszy emerytalnych (spadek udziału z 13% do zaledwie 6%);
- delikatny spadek udziału (o 0,5 pkt proc.) zakładów ubezpieczeń (tworzących 3. największy segment omawianego rynku).

RYS. 5 - STRUKTURA AKTYWÓW SEKTORA FINANSOWEGO WG RODZAJU INSTYTUCJI FINANSOWYCH (%), 2000-2015



* Tzw. drugi filar; w 2014 roku ok. połowa aktywów została znacjonalizowana (przejęta przez Fundusz Ubezpieczeń Społecznych)
** Podmioty maklerskie, fundusze emerytalne tzw. trzeciego filaru, SKOK-i

Źródło: NBP, KNF, GUS

W kontekście proponowanych ostatnio zmian w systemie emerytalnym[37] warto jeszcze zwrócić uwagę na aktywa tzw. III filara emerytalnego. Składają się dziś na nie Pracownicze Programy Emerytalne (PPE), Indywidualne Konta Emerytalne (IKE) oraz Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE). Łączna wartość aktywów zgromadzonych w ramach III filara wynosiła na

[37] Rozparcelowanie pozostałych w OFE funduszy pomiędzy Fundusz Rezerwy Demograficznej (ok. 25% obecnych aktywów OFE) i III filar emerytalny (75%).

koniec 2015 r. 16,9 mld PLN, stanowiąc zaledwie 1.4% aktywów finansowych gospodarstw domowych.

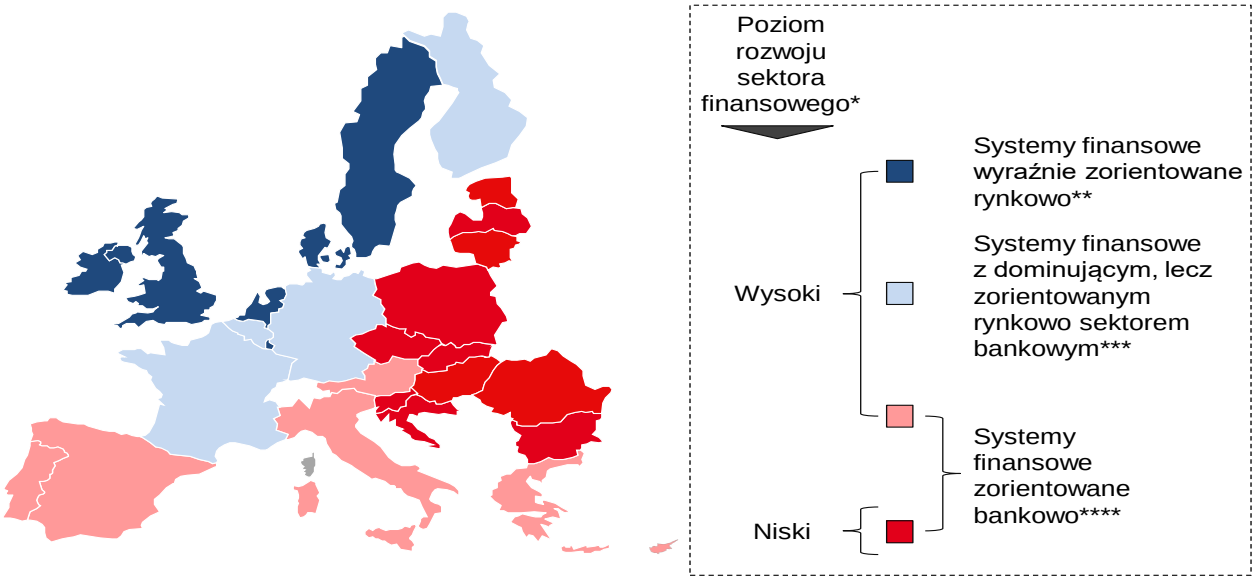
Reasumując, ostatnie lata przyniosły zdecydowane wyhamowanie (a nawet odwrócenie) silnego trendu obserwowanego na przestrzeni ubiegłej dekady, kiedy to na znaczeniu zyskiwały nie-bankowe instytucje finansowe, działające na prężnie rozwijającym się lokalnym rynku kapitałowym (ich udział w całym sektorze finansowym wzrósł wówczas z ok. 15% do aż 34%). Należy jednak pamiętać, iż do obecnego odwrócenia trendów znacząco przyczynił się fakt okrojenia OFE ze znacznej części aktywów (transfer 153 mld PLN do sektora publicznego w lutym 2014 roku). Gdyby go nie było, to udział banków w takich niepomniejszonych aktywach sektora finansowego wyniósłby na koniec 2015 roku ok. 64%. Oznaczałoby to dalszy, choć znacznie słabszy niż w poprzednim dziesięcioleciu, spadek znaczenia banków w strukturze analizowanego sektora.

II.2 System finansowy w Polsce na tle innych krajów Unii Europejskiej

W zależności od tego, jaka jest dominująca metoda przepływu środków pomiędzy pożyczkodawcami i pożyczkobiorcami - czy bezpośrednio z wykorzystaniem rynków finansowych czy za pośrednictwem banków - wyróżnia się dwa zasadnicze modele:

- system finansowy zorientowany bankowo (ang. bank-based), w którym przeważa finansowanie w oparciu o banki;

RYS. 6 – KLASYFIKACJA KRAJÓW UE W OPARCIU O POZIOM ROZWOJU I DOMINUJĄCY MODEL SEKTORA FINANSOWEGO



* Wysoki – relacja aktywów do PKB powyżej 200%, Niski – aktywa / PKB <200%
** Udział MIF w łącznych aktywach sektora < 65%
*** Udział MIF > 65%, ale udział samych kredytów < 40%
**** Udział kredytów w łącznych aktywach sektora finansowego > 40%

Źródło: Analiza własna na bazie danych Eurostat

- system finansowy zorientowany rynkowo (ang. market-based), w którym duży udział ma finansowanie z wykorzystaniem rynków finansowych, głównie rynku kapitałowego.
- Pomiędzy poszczególnymi krajami występują znaczące różnice, jeśli chodzi o rolę banków i rynków w ich systemie finansowym[38]. Duże rozbieżności występują także w ramach samej Unii Europejskiej, a dobrym wyznacznikiem tego, w którą stronę przesunięta jest struktura sektora finansowego, jest udział aktywów (a konkretnie kredytów, będących najbardziej typowym produktem bankowym) monetarnych instytucji finansowych w łącznych aktywach sektora finansowego[39]. Pod tym względem można wyróżnić w Unii Europejskiej następujące grupy państw (rys. 6):
- kraje, których systemy finansowe są wyraźnie zorientowane rynkowo, o czym świadczy bardzo niski udział banków w całkowitych aktywach sektora finansowego

  – do grupy tej należą Wlk. Brytania, Irlandia, Luksemburg, ale także Holandia, Szwecja i Dania;
- kraje, w których udział aktywów banków w łącznych aktywach sektora finansowego jest relatywnie wysoki (bliski lub nieco wyższy od średniej unijnej), lecz duża część aktywności tychże instytucji koncentruje się na rynku kapitałowym (o czym świadczy dość niski udział kredytów w ich łącznych aktywach), w efekcie czego rola kredytów w strukturze aktywów sektora finansowego jest stosunkowo niewielka – do tego grona zaliczyć należy np. Niemcy (powszechnie kojarzone raczej z modelem bankowym), Belgię, Francję, czy też Finlandię;
- kraje posiadające klasyczny, zorientowany bankowo sektor finansowy, przy czym w gronie tym należy wyróżnić dwie dodatkowe podgrupy:
- większość krajów Europy Środkowo-Wschodniej, charakteryzujących się relatywnie niskim poziomem ufinansowienia (relacja aktywów sektora finansowego do PKB poniżej 200%), w tym zwłaszcza jego części rynkowej;
- pozostałe kraje (głównie południa Europy) o wysokim poziomie ufinansowienia (relacja jego aktywów finansowych do PKB powyżej 200%), w którym wiodącą rolę odgrywają banki (do tego grona można zaliczyć Hiszpanię, Włochy, Portugalię, Grecję, Cypr, Słowenię i Austrię).

Polska należy do grupy krajów o klasycznym, zorientowanym bankowo sektorze finansowym. Przy czym warto zauważyć, że jest to bankowość tradycyjna (skoncentrowana na działalności depozytowo-kredytowej) przy znikomym udziale bankowości inwestycyjnej.

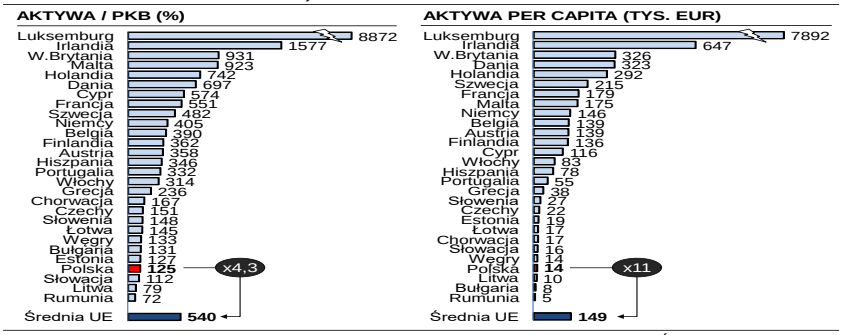
[38] Z perspektyw globalnej za gospodarkę zdecydowanie preferującą model rynkowy uchodzą Stany Zjednoczone. Z kolei na drugim biegunie (z systemem opartym na bankach) znajduje się Japonia.

[39] Sektor finansowy rozumiany wąsko, w skład którego wchodzą: monetarne instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń.

Pod względem łącznej wartości aktywów instytucji finansowych[40] (nieco ponad 0,5 bln EUR) na koniec 2014 r. Polska zajmowała odległe 15. miejsce w Unii Europejskiej, choć jednocześnie pozostawała zdecydowanie największym rynkiem finansowym w regionie - na drugim miejscu wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej plasowały się Czechy, z łącznymi aktywami na poziomie 50% tego co w Polsce. Udział działających w kraju instytucji w łącznych aktywach unijnego sektora finansowego wynosił zaledwie 0,7% (vs. 2,9% udział Polski w unijnym PKB).

Miarami poziomu rozwoju sektora finansowego są: relacja jego aktywów do PKB oraz ich wartość w przeliczeniu na 1 mieszkańca danego kraju. Te wskazują na wciąż niskie nasycenie omawianego rynku w Polsce, co w zasadzie dotyczy wszystkich jego głównych segmentów (rys. 7):

RYS. 7 - POZIOM ROZWOJU POLSKIEGO SEKTORA FINANSOWEGO* NA TLE INNYCH KRAJÓW UE, 2014



* traktowanego wąsko, obejmującego monetarne instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne (inne niż fundusze rynku pieniężnego), zakłady ubezpieczeń oraz fundusze emerytalne

Źródło: EBC, Eurostat

- aktywa polskich instytucji finansowych odpowiadały na koniec 2014 roku ok. 125% PKB (wobec ponad 4-krotnie wyższej średniej dla całej UE), co plasowało Polskę na 4. miejscu od końca wśród państw Wspólnoty.

- na 1 mieszkańca przypadało ok. 14 tys. EUR aktywów sektora finansowego (także 25. miejsce w UE), podczas gdy w całej Unii Europejskiej było to przeciętnie aż ok. 150 tys. EUR;

- relacja aktywów monetarnych instytucji finansowych do PKB wyniosła na koniec 2014 roku ok. 90% wobec unijnej średniej blisko 300% - niższe odczyty tego wskaźnika charakteryzowały jedynie trzy kraje UE (Słowację, Litwę oraz Rumunię), a wartość aktywów unijnego sektora bankowego w przeliczeniu na 1 obywatela UE jest ponad 10-krotnie wyższa niż w Polsce;

- choć Polska posiada najlepiej rozwinięty rynek funduszy inwestycyjnych w naszym regionie (aktywa zarządzane przez TFI stanowiły na koniec 2014 roku ok. 14% PKB), to na tle całej Unii także ten segment rynku finansowego pozostaje mały (średni wskaźnik to 92% PKB). Na 1 mieszkańca przypadało w Polsce przeciętnie ok. 1,5 tys. EUR takich aktywów, co stanowiło zaledwie ok. 6% średniej unijnej;

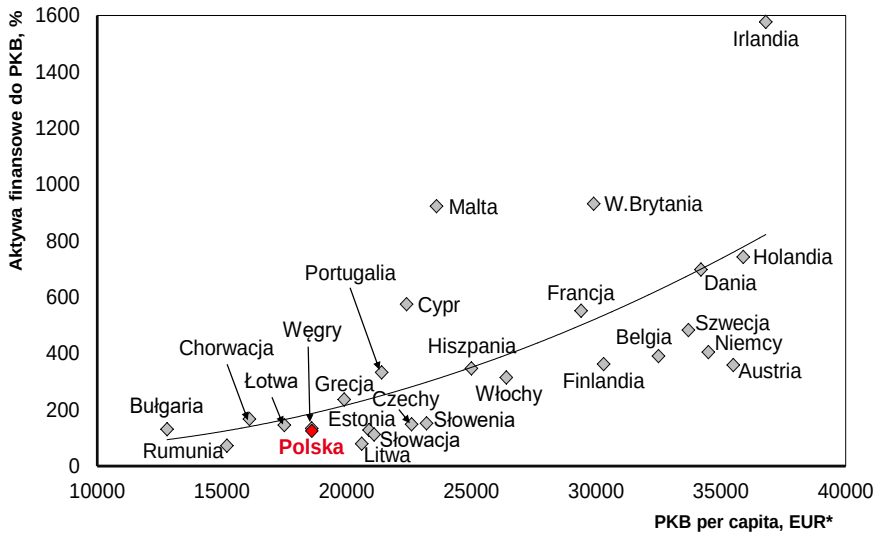
- pod względem relacji łącznych aktywów firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych do PKB (ok. 19%) Polska zajmowała na koniec 2014 roku (a więc już po uwzględnieniu negatywnych skutków reformy OFE) 20. miejsce w Unii Europejskiej, a czwarte (pomijając Cypr i Maltę) w gronie nowych krajów członkowskich (za Chorwacją, Słowenią i Słowacją). Analogiczny wskaźnik dla całej Unii był blisko 6-krotnie wyższy niż w naszym kraju (110%), wartość aktywów wspomnianych instytucji w przeliczeniu na 1 mieszkańca była zaś na poziomie

[40] systemy finansowe w poszczególnych krajach charakteryzuje zróżnicowanie pod kątem rodzajów instytucji, które zajmują się pośrednictwem finansowym, dlatego też dla zachowania przejrzystości oraz ze względu na dostępność danych przy porównaniach wzięto pod uwagę najważniejsze grupy instytucji, tj. monetarne instytucje finansowe (segment ten stanowią głównie banki), fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń.

wspólnotowym aż ok. 15-krotnie wyższa aniżeli w Polsce.

Porównania europejskie wskazują, iż poziom zakumulowanych aktywów jest dość mocno związany z poziomem rozwoju (rys.8). W żadnym z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, będących członkami UE, relacja aktywów podstawowych instytucji finansowych do PKB nie przekracza bowiem 150%, podczas gdy najbardziej typowy dla rozwiniętych krajów Europy Zachodniej przedział to 350-500% PKB. Wskazuje to na dalszy potencjał rozwoju sektora finansowego w Polsce wraz z rozwojem gospodarki i postępującą akumulacją kapitału. Z drugiej strony trzeba pamiętać, że w krajach Europy Zachodniej wysokie nominalnie poziomy ufinansowienia są częściowo związane z globalną rolą lokalnych instytucji (dotyczy to np. Irlandii i Wlk. Brytanii) i/lub nadmierną ekspansją kredytu w przeszłości.

RYS. 8 - ZALEŻNOŚĆ POMIĘDZY PKB PER CAPITA* A POZIOMEM ROZWOJU SEKTORA FINANSOWEGO W KRAJACH UE, 2014**



* Po uwzględnieniu parytetu siły nabywczej ** Pominięto Luksemburg, charakteryzujący się zdecydowanie najwyższym poziomem rozwoju sektora finansowego (relacja aktywów do PKB na poziomie blisko 9000%)

Źródło: Obliczenia na bazie EBC, Eurostat

II.3. Ocena jakości obecnego systemu finansowego w Polsce

Jak zostało to wskazane w rozdziale I obecny stan wiedzy teoretycznej oraz doświadczenia międzynarodowe prowadzą do wniosku, że nie istnieje uniwersalna, optymalna dla wszystkich krajów struktura systemu finansowego. Stąd też kluczowe jest to, na ile struktura ukształtowana w konkretnym kraju przystaje do potrzeb tejże gospodarki. Oceny tego można m.in. dokonywać w oparciu o kryteria, które daje się zidentyfikować na bazie dostępnych badań:

- Kryterium dostępności finansowania – odnosi się ono do tego na ile system finansowy spełnia swoją podstawową funkcję, zapewnia finansowanie projektów realizowanych w sektorze niefinansowym, w szczególności w sektorze przedsiębiorstw, a w ramach tego sektora w segmencie małych i średnich firm (firmy

duże mają znacznie większe możliwości dywersyfikacji źródeł finansowania, także w kontekście wykorzystywania źródeł zagranicznych),

- Kryterium stabilności finansowania – wskazuje w jakim stopniu finansowanie ze strony systemu finansowego jest stabilne, tzn. że realizowanie produktywnych projektów jest możliwe nie tylko w okresie dobrej, ale także gorszej koniunktury,

- Kryterium właściwego doboru projektów – wskazuje na ile alokacja środków dokonywana poprzez system finansowy jest optymalna z punktu widzenia średnio- i długofalowego wzrostu gospodarczego; innymi słowy w jakim zakresie służy realizowaniu wysoce-produktywnych projektów w sterze realnej. W tym kontekście podstawowe rozróżnienie odnosi się do dwóch skrajnych form: i) tzw. cierpliwego kapitału", finansującego długoterminowe projekty mające na celu tworzenie nowych aktywów[41] (materialnych i niematerialnych) oraz ii) kapitału spekulacyjnego (finansującego zakup aktywów – z reguły finansowych - celem ich szybkiej odsprzedaży),

- Kryterium relatywnej wielkości systemu finansowego – wskazuje w jakim stopniu rozmiary sektora finansowego są dostosowane do potrzeb gospodarki i w związku z tym minimalizowane jest prawdopodobieństwo występowania efektów związanych z „przerośniętym" systemem finansowym,

- Kryterium bezpieczeństwa[42] – wskazuje na ile można uznać dany system finansowy za bezpieczny, nie ma w nim nadmiernej skłonności do występowania kryzysów,

- Kryterium kosztów pośrednictwa finansowego – wskazuje czy koszty pośrednictwa finansowego nakładane na sektor niefinansowy nie są nadmierne.

Tabela 1 prezentuje ocenę systemu finansowego w Polsce z punktu widzenia powyższych kryteriów.

Tabela 1. Syntetyczna ocena systemu finansowego w Polsce

Kryterium	Ocena bieżącej sytuacji	Kluczowe wyzwania na przyszłość
Zapewnienie finansowania	• Badania porównawcze Banku Światowego[43] oraz Unii Europejskiej[44]	• Dostępność finansowania może ulec pogorszeniu ze względu na

[41] Przy czym finansowanie to nie musi odbywać się w sposób bezpośredni. Dla przykładu inwestor nabywający obligacje Skarbu Państwa może w sposób pośredni finansować wydatki np. w zakresie infrastruktury. Z kolei nabywający akcje może zapewniać w ten sposób finansowanie długofalowych projektów firm.

[42] To kryterium jest w swej naturze zbliżone do kryterium relatywnej wielkości systemu finansowego (obydwa odnoszą się do kwestii bezpieczeństwa). Kryterium relatywnej wielkości ma jednak wymiar bardziej makroekonomiczny, podczas gdy kryterium bezpieczeństwa koncentruje się na kwestiach mikro – związanych z procesami zarządzania ryzykiem na poziomie poszczególnych instytucji.

[43] Moduł "getting credit" w ramach badania warunków prowadzenia działalności („Doing business in"). Kryterium to obejmuje aspekty związane z funkcjonowaniem biur informacji kredytowej (co ma z jednej strony wpływ na wyrabianie sobie historii kredytowej, z drugiej na możliwości oceny ryzyka) oraz siłę rozwiązań prawnych odnoszących się do kwestii zabezpieczeń. W tak skonstruowanym rankingu Polska zajmuje 19 miejsce (na 189 analizowanych krajów), co plasuje ją wśród globalnych liderów tak zdefiniowanego kryterium.

[44] Są to regularne badania odnoszące się do dostępności finansowania w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw (MSP). Wyniki za 2015r. wskazują, że około 1/5 polskich MSP ubiegających się o kredyt napotkało bariery w jego uzyskaniu, przy czym odmowa dotyczyła 10% przypadków. Pozostałe odnosiły się do sytuacji, w których kwota przyznanego finansowania była mniejsza od wnioskowanej lub też koszt okazał się za wysoki z punktu widzenia wnioskującego o kredyt (w efekcie kredyt nie został zaciągnięty). Uzyskane wyniki plasowały Polskę

	(rys.9) wskazują, że generalnie sytuacja w zakresie dostępności finansowania jest w Polsce dobra, • O pewnym ograniczeniu finansowym można mówić w przypadku nowych firm (bez historii kredytowej), zwłaszcza jeśli mają one innowacyjny charakter.	malejącą zdolność banków kreacji kredytu (efekt zmian regulacyjnych) oraz upolitycznienie giełdy (oddziałujące na skłonność do pozyskiwania kapitału z rynku kapitałowego oraz inwestowania na nim).
Stabilność finansowania	• Badania Narodowego Banku Polskiego[45] wskazują, że w okresach słabszej koniunktury (przełom 2008/2009 oraz 2013 r.) odsetek odrzucanych aplikacji kredytowych firm znacząco wzrastał[46], wciąż jednak zdecydowana większość z nich (65% w 2009 i 80% w 2013) była rozpatrywana pozytywnie (rys.10), • W warunkach globalnej niepewności chęć dywersyfikacji źródeł finansowania spowodowała rozwój rynku obligacji korporacyjnych, świadcząc o elastyczności systemu finansowego w Polsce, jego zdolności dostosowania do zmieniającego się popytu.	• Na perspektywach ciąży malejąca zdolność banków kreacji kredytu
Właściwy dobór projektów	• Od 2009 r. głównym beneficjentem pośrednictwa finansowego stał się sektor publiczny (rys.11), co można generalnie uznać za sytuację sub-optymalną. Wynika to jednak w głównej mierze z faktu, że sektor przedsiębiorstw pozostaje w stanie samofinansowania (jego oszczędności przekraczają ograniczone w obecnych warunkach potrzeby inwestycyjne).	• Zwolnienie z podatku od niektórych instytucji finansowych obligacji Skarbu Państwa stwarza ryzyko, że będzie to preferowana klasa aktywów nawet gdy potrzeby finansowe sektora przedsiębiorstw wzrosną, zwłaszcza biorąc pod uwagę fakt rosnących z każdym rokiem wymogów kapitałowych (obligacje skarbowe są traktowane jako pozbawione ryzyka, nie absorbują tym samym kapitałów)
Relatywna wielkość systemu	• Zadłużenie firm i gospodarstw w relacji do PKB kształtuje się na poziomie blisko 80% (rys.12), nico poniżej dolnego przedziału zakresu uznawanego za bezpieczny. Wskazuje to z jednej strony na bezpieczne rozmiary obecnego systemu, z drugiej na ograniczony potencjał wzrostu PKB przez dalsze ufinansowienie (wzrost relacji aktywów finansowych do PKB). W tej sytuacji czynników wzrostu polskiej gospodarki należy w kolejnych latach szukać w	• Największe wyzwanie związane jest z implementacją restrykcyjnych rozwiązań regulacyjnych opracowanych na potrzeby krajów o nadmiernym ufinansowieniu. Grozi to „spłyceniem" finansowym w warunkach, gdy docelowy poziom rozwoju sektora finansowego nie został jeszcze osiągnięty

w pobliżu średniej unijnej, w grupie krajów o relatywnie dobrych warunkach jeśli chodzi o dostęp MSP do finansowania bankowego i pośród liderów naszego regionu (większy odsetek firm uzyskujących finansowanie odnotowano jedynie w Czechach i Estonii).

[45] Cykliczne badania koniunktury NBP

[46] Trudno jest jednoznacznie ocenić czy powodem takiej sytuacji było właściwe rozpoznanie przez banki przypadków niewypłacalności, czy też wyraz nadmiernej przezorności, prowadzący do tego, że finansowania nie otrzymały także produktywne przedsięwzięcia/projekty.

	sferze realnej, procesach prowadzących do wzrostu jej złożoności i produktywności.	
Bezpieczeństwo systemu	• Ze względu na tradycyjny model działalności[47] kluczowym wyzwaniem w kontekście bezpieczeństwa systemu pozostaje jakość portfela kredytowego. Na tle innych krajów europejskich poziom wskaźnika NPL (z ang. non-performing loans) pozostaje przeciętny[48]. Wysoki jest poziom pokrycia NPL rezerwami (rys.13). • Porównanie współczynników adekwatności kapitałowej (obrazujących zdolność absorpcji nieprzewidzianych strat) wskazuje, że choć polski system bankowy jest dobrze skapitalizowany, to w wielu krajach UE proces kumulowania kapitałów przebiegał w ostatnich latach szybciej (rys.14), • Analizując wyniki banków w perspektywie historycznej uwagę zwraca silne (niekorzystne) oddziaływanie na te wyniki upadku nawet niewielkiej instytucji bankowej. Jest to związane z konstrukcją systemu gwarancji depozytów – na wypłatę (w formule ex-post) gwarantowanych środków składają się pozostałe instytucje bankowe.	• Źródłem istotnych zagrożeń dla stabilności mogą być w przyszłości nieprzemyślane rozwiązania regulacyjne (np. w zakresie kredytów walutowych) oraz wymuszona (przez pogarszającą się ekonomikę) konsolidacja prowadząca do powstania instytucji „za dużych by upaść” • Funkcjonowanie systemu gwarancji depozytów w obecnej formie może prowadzić do uruchomienia negatywnej spirali, w ramach której upadek średniej wielkości instytucji może prowadzić (poprzez wywołane koszty) do efektu domina[49]
Koszty pośrednictwa	• Porównanie rentowności kapitałów własnych (ROE) sektora finansowego i niefinansowego wskazuje, że obecnie jest ono na zbliżonym poziomie (rys.15), • Utrzymują się istotne różnice w rentowności poszczególnych segmentów systemu finansowego (rys.16): najbardziej atrakcyjne zwroty uzyskiwane są w segmencie funduszy	• Biorąc pod uwagę otoczenie regulacyjno-podatkowe kluczowym wyzwaniem - szczególnie w przypadku banków - jest zachowanie rentowności niezbędnej dla budowania stabilnej bazy kapitałowej (od której zależy skala możliwego finansowania)

[47] Zmiany jakie w ostatnich dziesięcioleciach zaszły w modelach bankowości sprawiły, że istnieje szeroka paleta potencjalnych źródeł zagrożenia. Dobitnie dowiódł tego ostatni kryzys finansowy, który wykazał, że w dzisiejszych czasach ogniskiem problemów może być np. nadmierne poleganie na krótkookresowych źródłach finansowania (poprzez rynek pieniężny) czy też portfel toksycznych instrumentów finansowych przeznaczonych do handlu. Kryzys ten wykazał również, że źródłem poważnych problemów potrafią być nie tylko banki, ale także innego rodzaju instytucje finansowe – firmy ubezpieczeniowe (by przywołać jedynie przykład AIG) czy tzw. „shadow banking”.

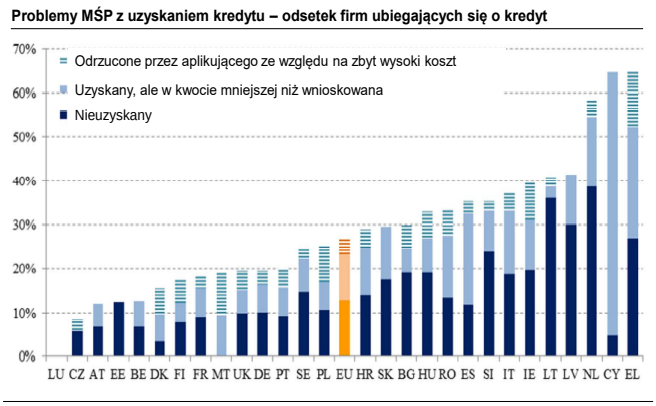
[48] Wysoki w stosunku do większości dojrzałych gospodarek (Francja, Niemcy czy nawet Czechy), ale niski na tle krajów południa Europy i części krajów naszego regionu (np. Rumunia, Słowenia)

[49] Przykład funkcjonowania tego mechanizmu można było zaobserwować na przykładzie upadku SK Banku; upadek tej niewielkiej instytucji - i konieczność zapewnienia wypłat gwarantowanych środków - zwiększył koszty operacyjne pozostałych banków o ok. 2 mld złotych.

	inwestycyjnych, z kolei najniższe ROE jest w sektorze bankowym (kształtuje się ono poniżej średniego poziomu dla firm niefinansowych).	

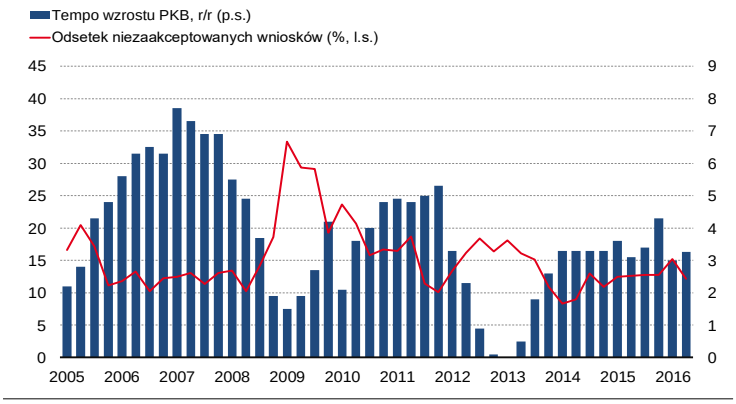
Reasumując, aktualnie wielkość i struktura systemu finansowego w Polsce dość dobrze przystają do potrzeb gospodarki (sektora niefinansowego), choć równocześnie warto zauważyć, że w odniesieniu do niektórych parametrów sytuacja w nadchodzących latach będzie się prawdopodobnie pogarszać. Największą wartością obecnego systemu wydaje się to, że istniejąca infrastruktura (w zakresie rozwiązań instytucjonalno-prawnych) pozwala na jego elastyczne dostosowywanie się w zależności od zgłaszanego popytu (kredyt wersus obligacje czy giełda). Równocześnie bankowa i rynkowa część systemu są wobec siebie w dużej mierze komplementarne – rynek bankowy koncentruje się obecnie na finansowaniu gospodarstw domowych i firm (w szczególności małych i średnich), a finansowanie rynkowe jest domeną sektora publicznego (rządu) i dużych korporacji. Te ostatnie mają przy tym wciąż dostęp do finansowania w formie kredytu, a widoczne w ostatnich latach przesuwanie się popytu dużych korporacji w kierunku rynku (obligacji) jest głównie wyrazem procesu dywersyfikacji źródeł finansowania. Sektor przedsiębiorstw i rząd mają także otwarty kanał pozyskiwania środków za granicą.

RYS. 9 – DOSTĘPNOŚĆ KREDYTU DLA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W KRJACH UNII EUROPEJSKIEJ



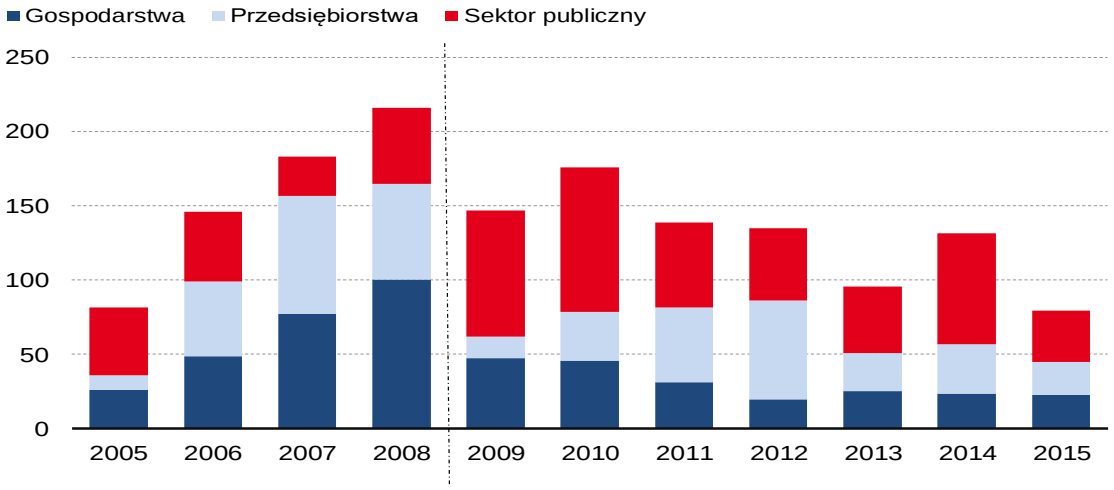
Źródło: Komisja Europejska i EBC (dane za 2015 r.)

RYS. 10 – KONIUNKTURA GOSPODARCZA A KREDYT DLA FIRM



Źródło: NBP („Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury")

RYS. 11 – PRZYROST ZADŁUŻENIA* WEDŁUG GŁÓWNYCH SEKTORÓW GOSPODARKI W POLSCE (MLD PLN), 2005-2015

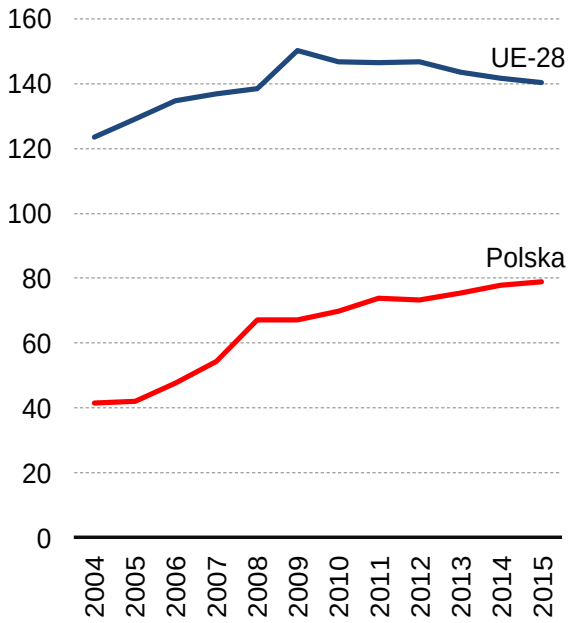


* Przyrost zobowiązań z tytułu kredytów oraz emisji papierów dłużnych; wartości przeszacowane o wartość efektów kursowych

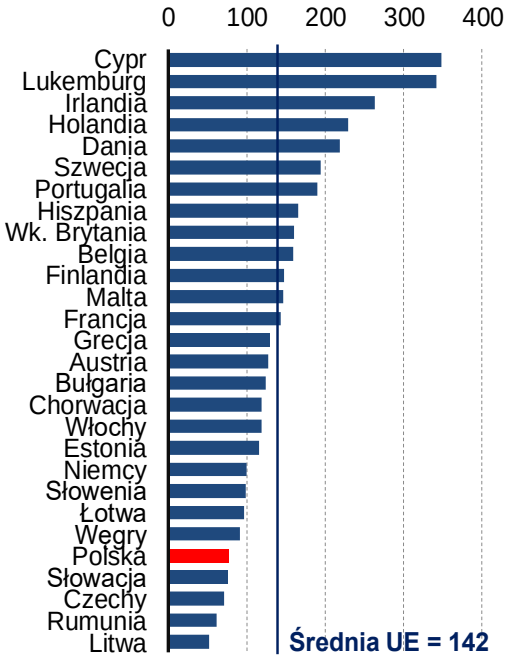
Źródło: Opracowanie własne na bazie danych Eurostatu i NBP (rachunki finansowe)

RYS. 12 – ZADŁUŻENIE SEKTORA PRYWATNEGO* JAKO % PKB

POLSKA vs. ŚREDNIA UE-28, 2004-2015



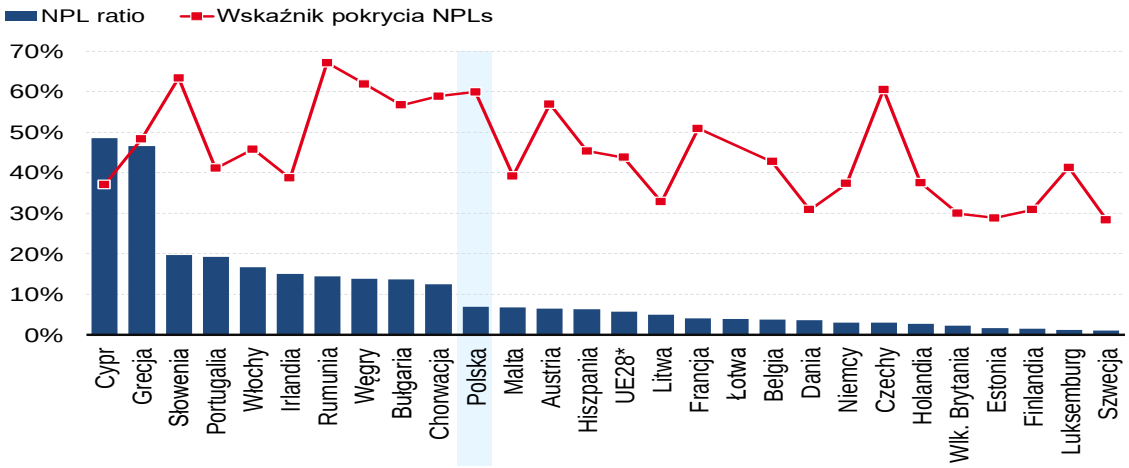
POSZCZEGÓLNE KRAJE UE, 2014



* Zadłużenie z tytułu kredytów oraz emisji papierów dłużnych gospodarstw domowych i firm

Źródło: Opracowanie własne na bazie danych Eurostatu (rachunki finansowe)

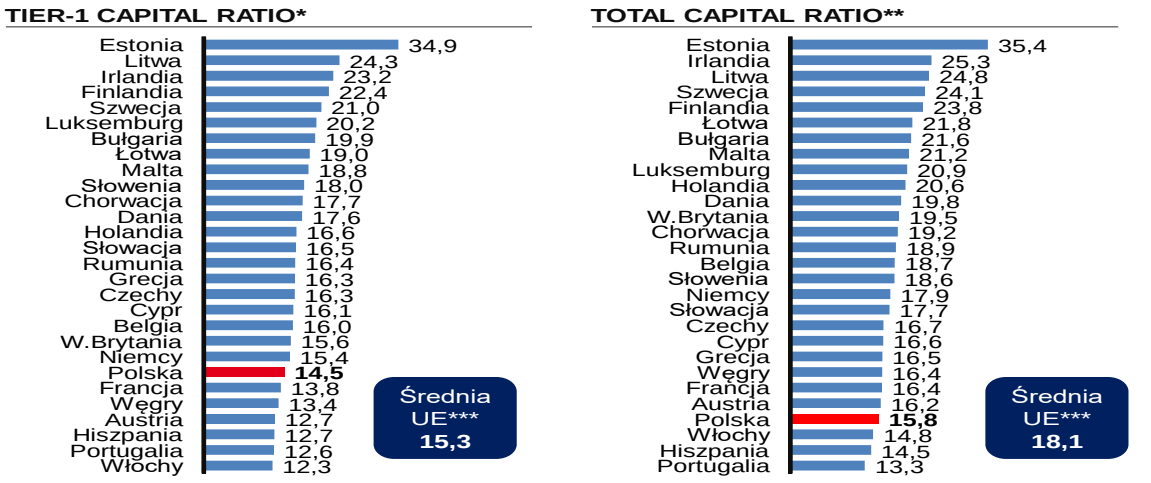
RYS. 13 – WSKAŹNIKI JAKOŚCI PORTFELA KREDYTOWEGO BANKÓW W POSZCZEGÓLNYCH KRAJACH UE, MARZEC 2016**



* Średnia ważona aktywami; z wyłączeniem Słowacji (brak danych)
** NPL ratio to relacja „złych" kredytów do całego portfela kredytowego. Wskaźnik pokrycia NPLs to poziom pokrycia NPLs rezerwami

Źródło: EBA (Risk Dashboard)

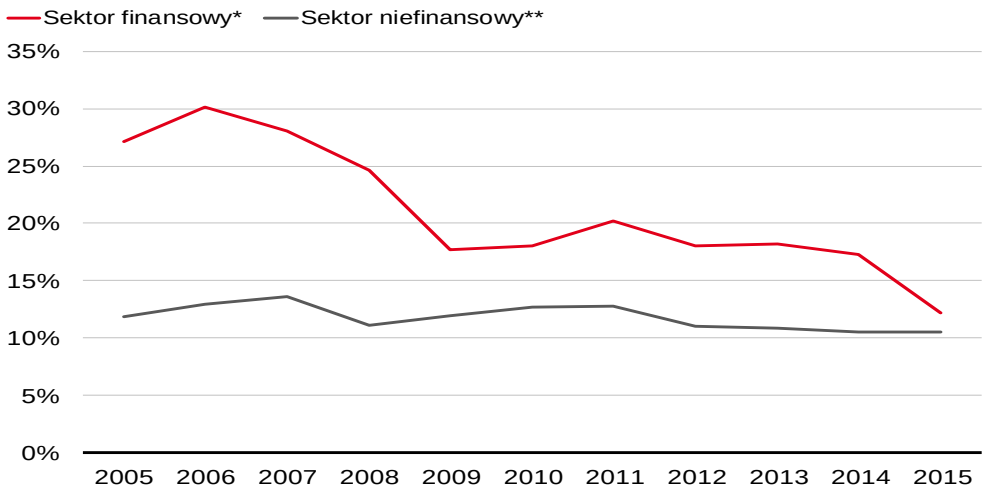
RYS. 14 – WSPÓŁCZYNNIKI ADEKWATNOŚCI KAPITAŁOWEJ BANKÓW W UNII EUROPEJSKIEJ (%), GRUDZIEŃ 2015



* Relacja kapitałów najwyższej jakości do aktywów ważonych ryzykiem
** Relacja łącznych kapitałów do aktywów ważonych ryzykiem
*** Średnia ważona aktywami

Źródło: EBC

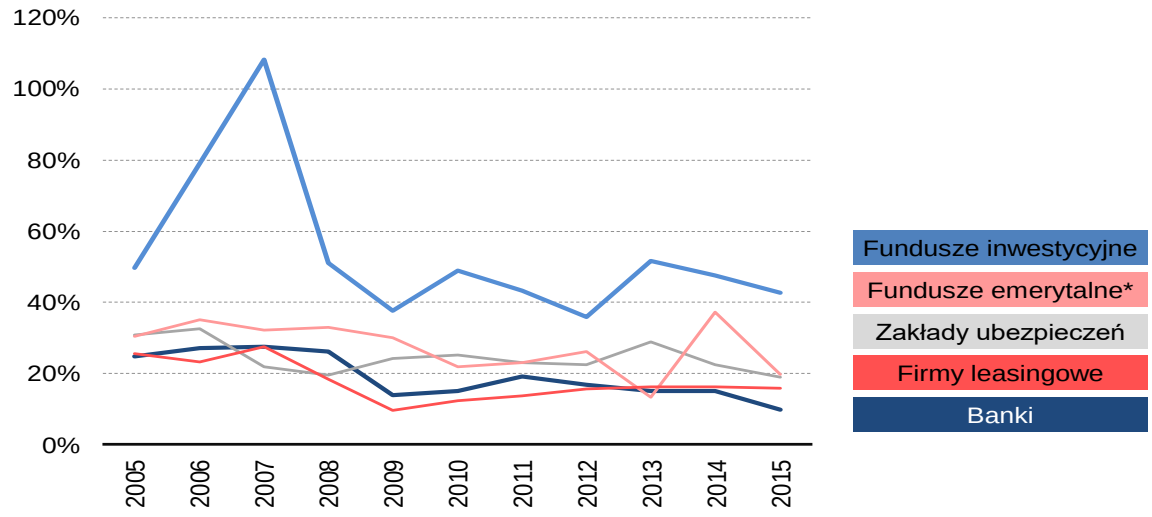
RYS. 15 – ROE BRUTTO SEKTORA FINANSOWEGO I NIEFINANSOWEGO (%), 2005-2015



* Średnia ważona udziałami poszczególnych segmentów sektora finansowego w jego łącznych kapitałach
** Dla firm o liczbie pracujących większej niż 9 osób

Źródło: NBP, KNF, GUS

RYS. 16 – ROE BRUTTO POSZCZEGÓLNYCH RODZAJÓW INSTYTUCJI FINANSOWYCH (%), 2005-2015



* Dla Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (zarządzają środkami OFE)

Źródło: NBP, KNF, GUS

II.4. Czynniki, które będą determinować zmiany systemu finansowego w Polsce w nadchodzących latach

Istotnym czynnikiem mającym wpływ na zmiany struktury systemu finansowego jest kwestia popytu – rodzaj potrzeb zgłaszanych przez sektor niefinansowy. W tym kontekście tempo i kierunek zmian kształtu (banki vs. rynek) systemu w przyszłości będą zależne od tego:

- na ile i w jakim tempie polska gospodarka (sektor niefinansowy) będzie się zmieniać w kierunku wyższego poziomu zaawansowania – za czym z reguły idzie zapotrzebowanie na produkty/usługi finansowe wychodzące poza standardowe rozwiązania, z reguły oferowane przez „rynek",
- jaki model innowacyjności się wykształci - jeśli będzie miał on charakter start-upowy z dużym prawdopodobieństwem wzrośnie popyt na finansowanie przez rynek. Jeśli z kolei głównym źródłem innowacyjność będą duże lokalne firmy (tzw. czempiony), to w większym stopniu będą się one w stanie finansować się w modelu opartym na bankach,
- w jakim tempie i w jakim kierunku przebiegać będą zmiany sektorowe (rola przemysłu i usług) – poszczególne sektory mają bowiem różne wymagania w zakresie usług finansowych, co związane jest z charakterem relacji biznesowych w jakie wchodzą, wielkościową strukturą firm itd.

Oprócz wspomnianego czynnika popytowego na wielkość i kształt systemu finansowego istotny wpływ w najbliższych latach będą miały także:

- Zmiany regulacyjne, w szczególności silna asymetria regulacji – narastające uregulowanie (ograniczenia) w działalności banków, przy znacznie mniejszej skali tych ograniczeń w przypadku nie-bankowych instytucji finansowych. Będzie to prawdopodobnie prowadzić do stopniowego wypierania banków z pośrednictwa finansowego (spadku udziału w aktywach i transakcjach). Mechanizmem poprzez który zachodzić będzie dostosowanie jest cena usług finansowych – w efekcie wymogów regulacyjnych w niektórych obszarach (np. kredyty dla dużych firm) koszt finansowania przez banki stanie się mniej atrakcyjny niż koszt finansowania przez rynek,
- Ewentualne zmiany podatkowe (np. w podatku od dochodów kapitałowych), szczególnie te prowadzące do ewentualnego uprzywilejowania określonych klas aktywów,
- Polityka rządu w bezpośrednim odniesieniu do instytucji finansowych, w tym ewentualne zmiany związane z „repolonizacją" oraz wspieraniem publicznych instytucji o charakterze rozwojowym (bank rozwoju, Polski Fundusz Rozwoju),
- Stopień upolitycznienia procesów gospodarczych przekładający się na wyceny spółek publicznych, a tym samym atrakcyjność giełdy jako miejsca pozyskiwania kapitału,
- Ewentualne zmiany w systemie emerytalnym – wszelkie istotne zmiany zmierzające do ograniczenia (lub rozwoju) kapitałowego filara systemu emerytalnego będą mieć wpływ na tempo rozwoju rynków kapitałowych w Polsce,

- Ewentualne rozwiązania odnoszące się do tzw. poliso-lokat, które mogą mieć wpływ na wielkość aktywów instytucji ubezpieczeniowych i ewentualne przepływy środków pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku finansowego,
- Proces prywatyzacji/nacjonalizacji – choć ze względu na fakt, że liczba spółek, które mogłyby zostać sprywatyzowane jest dziś ograniczona, to wciąż może to być istotne źródło podaży wspierające rynek kapitałowy (w ostatnich latach wprowadzanie spółki na giełdę było preferowaną formą prywatyzacji). Z drugiej strony nie można wykluczyć działań zmierzających do nacjonalizacji niektórych firm, które dziś notowane są na giełdzie papierów wartościowych.

II.5. Wnioski i wstępne rekomendacje

Obecna wielkość i kształt systemu finansowego w Polsce dość dobrze odpowiadają potrzebom gospodarki – zapewniają dostęp do finansowania nie generując przy tym istotnych zagrożeń. Potwierdzają to międzynarodowe analizy i porównania; wspomniane wcześniej badania Banku Światowego i Unii Europejskiej[50] oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego[51]. W tym ostatnim badaniu Polska została uznana za kraj o optymalnym dostosowaniu systemu finansowego do potrzeb gospodarki[52].

Ta relatywnie komfortowa - szczególnie na tle krajów o wyraźnie przerośniętych systemach finansowych - sytuacja jest w dużej mierze zasługą rozważnych działań regulacyjno-nadzorczych, szczególnie tych z lat 90-tych i początku XXI wieku. Stworzyły one podwaliny pod obecny system. Równocześnie trzeba zauważyć, że obecna sytuacja wynika także z faktu, że niekorzystne zjawiska (podobne do tych w krajach Europy Zachodniej czy USA[53]) nie zdążyły w Polsce narosnąć. Punkt startu – jeśli chodzi o poziom ufinansowienia i „złożoności" sektora finansowego – był bowiem tak niski, że nawet kilka lat szybkiej jego ekspansji w okresie poprzedzającym globalny kryzys nie doprowadziło do wykształcenia się na tyle poważnych problemów[54], by zagrażało to stabilności systemu.

Patrząc jedynie na ostatnie lata (od upadku Lehman Brothers) zmiany w polskim systemie finansowym zachodzą w głównej mierze pod wpływem implementowania europejskich i globalnych rozwiązań. Ich główny kierunek wyznacza stan systemu finansowego w krajach rozwiniętych – w sytuacji gdy sektor bankowy jest „przerośnięty", a na dodatek boryka się z licznymi problemami, działania regulacyjne z jednej strony zmierzają do jego stopniowej sanacji, z drugiej do przekierowania pośrednictwa finansowego w kierunku rynku. Tworzy się także rozwiązania, które mają w przyszłości:

[50] Porównaj odpowiednio przypisy 43 i 44.

[51] „Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets". IMF Staff Discussion Notes No. 15/8"

[52] W kwestii metodologii porównaj przypis 8.

[53] Chodzi m.in. o nadmierne rozluźnienie kryteriów udzielania kredytów, nadmierny lewar instytucji finansowych czy wykorzystywanie inżynierii finansowej (konstruowanie nowych, ryzykownych instrumentów).

[54] Choć w pełni nie udało się ich uniknąć, by przywołać kwestię opcji walutowych i kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych.

- zmniejszyć prawdopodobieństwo wystąpienia problemów w bankach (wszelkie rozwiązania typu Bazylea III, regulacje produktowe),
- ułatwić działania naprawcze jeśli takowe problemy w jakiejś instytucji się jednak pojawią (rozwiązania w zakresie restrukturyzacji banków),
- ograniczyć szkody wywołane upadkiem banku, w szczególności przenosząc koszty upadłości na wierzycieli danej instytucji (rozwiązania w zakresie uporządkowanej likwidacji banków),
- wyeliminować ewentualne efekty uboczne upadłości dla całego systemu bankowego (zwiększanie roli pomocowych funduszy o charakterze ex-ante, kosztem rozwiązań opartych na funduszach ex-post).

Choć generalnie kierunek podejmowanych rozwiązań wydaje się słuszny, to warto zwrócić uwagę na kilka potencjalnych skutków ubocznych i ryzyk z tym związanych. Największe ryzyko wydaje się wynikać z faktu silnego skoncentrowania się regulacji na sektorze bankowym. Obwarowanie banków licznymi regulacjami będzie w naturalny sposób „wypychać" pośrednictwo finansowe w kierunku rozwiązań opartych na rynku. Tymczasem doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego (szczególnie w USA) wskazują, że źródłem poważnych zjawisk kryzysowych może być także nie-bankowa część systemu finansowego[55]. Co więcej uczynienie - na skutek zacieśniania regulacji - z sektora bankowego najbardziej bezpiecznej części systemu finansowego powinno skłaniać, do tego by to on stanowił rdzeń systemu finansowego. W warunkach silnej asymetrii regulacyjnej może to w przyszłości być niezmiernie trudne; w sytuacji znacznie mniejszej skali regulacji podmioty nie-bankowe mogą okazać się być uprzywilejowane jeśli chodzi o możliwy do zaoferowania klientom koszt finansowania.

Oddzielna kwestia odnosi się do tego, że szczególnie w okresie przejściowym nowe rozwiązania regulacyjne dotyczące banków mogą same z siebie rodzić problemy. Tak stało się np. z zasadami kontrolowanej upadłości banków, po zastosowaniu ich we Włoszech[56].

Praktyczne przełożenie wniosków płynących z globalnej wiedzy i dotychczasowych doświadczeń w kraju przekładają się na następujące rekomendacje:

- sektor finansowy - w szczególności bankowy - powinien mieć możliwość uzyskiwania przeciętnych (na tle gospodarki) zysków, które są warunkiem procesu konsekwentnej budowy kapitałów niezbędnych dla rozwoju akcji kredytowej. Jej rozwój wymaga spełnienia wymogów kapitałowych, które zgodnie ze ścieżką przewidzianą w ramach tzw. Bazylei III będą stopniowo narastać aż do 2019 r.[57] „Zdrowa"

[55] W tym kontekście zwolennicy pośrednictwa poza-bankowego argumentują, że ewentualne kryzysy nie-bankowych instytucji finansowych są „mniejszym złem", gdyż w ich przypadku koszty błędnych decyzji i nadużyć ograniczają się jedynie do inwestorów (tych, którzy powierzyli środki danemu funduszowi). W warunkach, gdy znaczna część nie-bankowych podmiotów działa w oparciu o tak zwaną dźwignię finansową (multiplikowanie skali inwestycji dzięki wykorzystaniu kredytu bankowego) siła tego argumentu jednakże znacząco słabnie. W takiej sytuacji nietrafione inwestycje uderzają bowiem w system bankowy prowadząc do znacznie szerszych implikacji (tych przypominających kryzysy stricte bankowe).

[56] Okazuje się np., że przewidziane w procesach naprawy i kontrolowanej upadłości banków procedury mogą potencjalnie prowadzić do poważnych, niekorzystnych zjawisk społeczno-gospodarczych. Unaoczniła to sytuacja we Włoszech, gdzie rośnie obawa, że wdrożenie procedur bail-in w stosunku do dużych instytucji bankowych może prowadzić do znacznych strat niektórych gospodarstw domowych (tych posiadających papiery dłużne banków) i w konsekwencji odrzucenia proponowanego przez rząd planu reform.

[57] Co więcej, obecna praktyka w Unii Europejskiej i w Polsce wskazuje na występowanie presji na posiadanie ponad-miarowych - w stosunku do minimalnych wymogów – kapitałów.

rentowność ograniczyłaby też presję na nadmierną konsolidację sektora bankowego - tym samym możliwe byłoby zachowanie jego relatywnego zróżnicowania - oraz ograniczała skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka. Zdolność akumulowania kapitałów (a tym samym kreacji kredytu) i stabilność systemu finansowego powinny być także brane pod uwagę przy okazji wszelkich rozwiązań odnoszących się do kwestii ewentualnej restrukturyzacji detalicznych kredytów frankowych;

- w kontekście struktury systemu nie ma potrzeby dodatkowego stymulowania pośrednictwa przez rynek – silna asymetria regulacyjna i tak będzie stopniowo spychać system finansowy w tym kierunku. Dużo ważniejsze jest, by zapewniać utrzymanie infrastruktury instytucjonalno-prawnej w takim stanie, by system finansowy mógł swobodnie ewoluować zgodnie ze zgłaszanym popytem (ze strony sektora niefinansowego);

- ze względu na uzupełniające się role w systemie należy zapewnić utrzymanie zdywersyfikowania systemu bankowego pod kątem różnorodności instytucji (banki spółdzielcze, krajowe, zagraniczne itd.);

- uwaga nadzoru powinna koncentrować się na podstawowych filarach systemu finansowego przy równoczesnym wnikliwym śledzeniu rozwoju wszystkich nieuregulowanych form pośrednictwa finansowego; praktyka nadzorcza w innych krajach wskazuje, że silna regulacja głównych obszarów systemu może prowadzić do kształtowania się nowych form pośrednictwa pozostających poza „radarem" regulacyjno-nadzorczym;

- należy dokonać weryfikacji systemu gwarancji depozytów, tak by upadek nawet niewielkiego banku nie przekładał się na znaczne koszty dla całego sektora (tym bardziej, że z reguły pojawiają się one w okresach, gdy wyniki sektora są i tak osłabione innymi czynnikami), a także w celu wyeliminowania zjawiska „moral hazard" po stronie deponentów[58];

- należy określić przejrzyste zasady obecności (charakteru, roli) państwa w ramach pośrednictwa finansowego. Brak takich zasad w połączeniu z dążeniem do repolonizacji (w praktyce nacjonalizacji) sektora finansowego może prowadzić do znacznego spadku efektywności pośrednictwa finansowego z negatywnymi konsekwencjami dla całej gospodarki;

- należy dążyć do wypracowania (i wdrożenia) strategii finansowania nowych firm (start-upów), szczególnie tych, których działalność ma charakter innowacyjny. Biorąc pod uwagę charakter ryzyka związanego z tego typu przedsięwzięciami banki nie są (także ze względów regulacyjnych) predystynowane do bycia źródłem finansowania tego segmentu rynku;

- należy wnikliwie śledzić doświadczenia innych krajów w odniesieniu do rozwiązań związanych z kontrolowaną upadłością banków, tak by wnioski z ich doświadczeń uwzględniać przy projektowaniu lokalnych rozwiązań w tym zakresie;

- należy pozostawić możliwość funkcjonowania na lokalnym rynku finansowym podmiotów zagranicznych – są oni źródłem międzynarodowego know-how, którego napływ w ostatnich dziesięcioleciach znacząco przyczynił się do modernizacji polskiego sektora finansowego.

[58] Zjawisko to polega na tym, że niektórzy klienci wiedząc o gwarancjach zaniedbują weryfikowanie wiarygodności poszczególnych instytucji lokując środki tam, gdzie oferowane oprocentowanie jest najwyższe (nierzadko wysokie oprocentowanie jest z kolei pochodną problemów płynnościowych danego podmiotu). Potęguje to skalę wypłat z systemu gwarancji depozytów.

Wydaje się, że największym wyzwaniem jest dziś uniknięcie scenariusza, w którym na skutek rosnących wymogów regulacyjnych i różnego rodzaju obciążeń (podatki, składki itd.) system bankowy w Polsce zatraciłby możliwość rozbudowy kapitałów w oparciu o generowane w sektorze zyski. Miałoby to negatywne przełożenie na zdolność finansowania gospodarki. Pewne symptomy możliwych przyszłych problemów są już widoczne. Na razie dotyczą one stosunkowo niewielkiej liczby relatywnie małych instytucji, które w sytuacji ograniczeń kapitałowych zmuszone są do tego by koncentrować się na optymalizacji struktury aktywów, a nie ich wzroście. Niemniej jednak zjawisko to może się upowszechniać. W tej sytuacji przy relatywnie płytkim rynku kapitałowym w Polsce duże polskie firmy byłyby w większym stopniu niż dziś zmuszone do pozyskiwania finansowania za granicą. W trudniejszej sytuacji znalazłyby się małe i średnie przedsiębiorstwa, które w większości uzależnione są od lokalnego finansowania. W ich przypadku dostęp do kapitału, mógłby stać się istotną barierą rozwojową.

Potencjalnym wyzwaniem jest także taka repolonizacja sektora finansowego, która prowadziłaby w praktyce do upaństwowienia określonych instytucji. Z jednej strony może to prowadzić do pogorszenia procesu alokacji kapitału (np. w sytuacji, jeśli upaństwowione instytucje zostaną wykorzystane do finansowania wysoce ryzykownych – schyłkowych – rodzajów działalności). Z drugiej rodziłoby ryzyko niekorzystnych zmian siły negocjacyjnej/przetargowej pomiędzy nadzorcą a nadzorowanymi przez nie podmiotami[59].

[59] Do tej pory powszechną praktyką było dostosowywanie się nadzorowanych podmiotów do regulacji (z których znaczna część ma formę rekomendacji) wydawanych przez nadzorcę. Inaczej może być z instytucjami finansowymi stanowiącymi w praktyce narzędzia polityki rządu. To z kolei mogłoby skłonić pozostałe (niepaństwowe) podmioty do pójścia tą samą drogą. Że nie jest to jedynie aspekt czysto teoretyczny, świadczy fakt najbardziej spektakularnego jak do tej pory nie podporządkowania się zaleceniom nadzorcy; w 2009 kontrolowany przez Skarb Państwa Bank PKO BP wypłacił dywidendę pomimo rekomendacji nadzoru, by zyski wypracowane w 2008 r. zostały wykorzystane dla wzmocnienia bazy kapitałowej.

Literatura

- T.Adrian, P.Colla i H-S. Shin "Which financial frictions? Parsing the evidence from the financial crisis of 2007-09"
- Bank of England "Money creation in the modern economy",
- Beck T. „Creating an Efficient Financial System: Challenges in a Global Economy" World Bank Working Paper.
- Beck T., Levine R., Loaza N. „Finance and the Source of Growth", Journal of Financial Economics 58, 261-300.
- A.Berges, M.F. Guillen, J.P. Moreno, E.Ontiveros "A new era in banking: the landscape after the battle",
- BIS „Financial structure and growth",
- S. G Cecchetti, E. Kharroubi "Reassessing the impact of finance on growth", BIS Working paper nr 381
- S. G Cecchetti, E. Kharroubi "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?", CEPR Discussion Paper 10642
- S.Claessens, E.Perotti "The links between finance and inequality: channels and evidence"
- L.Deidda i B.Fattouh „Non-linearity between finance and growth"
- A. Demiguc-Kunt, R.Levine "Finance and inequality: theory and evidence"
- Galor, O., and Moav, O. "From Physical to Human Capital Accumulation: Inequality and the Process of Development",
- Greenwood, J., and Jovanovic, B. "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income",
- A.G. Haldane "The contribution of the financial sector: Miracle or Mirage?"
- A.G. Haldane "On being the right size"
- A.Halesiak, K.Mrówczyński, "Sektor finansowy w Polsce – stan, efektywność i główne wyzwania na przyszłość", raport Biura Analiz Makroekonomicznych Banku Pekao S.A. (2016)
- J. Hann, J-E Sturm "Finance and income inequality: a review and new evidence", DNB Working Paper 530/2016
- G.Hodgson "Banking, finance and income inequality"
- IMF „Too much finance?", IMF Working Paper 12/161,
- IMF „Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets". IMF Staff Discussion Notes No. 15/8.
- IMF "The reform agenda: an interim report on progress toward a safer financial system" (rozdział 3 w "Global Financial Stability Report – October 2012)
- IMF „Inequality and unsustainable growth: two sides of the same coin?" IMF Staff Discussion Note,

- IMF „Financial development, inequality and poverty – some international evidence",
- IMF "Changing global financial structures: can they improve economic outcomes?" (rozdział 4 w "Global financial stability report – October 2012")
- King R.G., Levine R. „Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right" Quarterly Journal of Economics, 108: 717-738.
- King R.G., Levine R. „Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", Journal of Monetary Economics, 32: 513-542
- S.Langfield i M.Pagano „Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth",
- S.H. Law, N. Singh "Does too much finance harm economic growth?",
- Levine R., Loayza N., Beck T. „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature 35, 688-726.
- Levine R., Zervos S. „Stock Market, Banks, and Economic Growth", American Economic Review, 88; 537-558.
- Levine, R. "Finance and Growth: Theory and Evidence" In: Aghion, P and Durlauf, S. (eds.), Handbook of Economic Growth.
- Levine, R., Loayza N., Beck T. "Financial Intermediation and Growth:
- Levine R. 1997. 'Financial Development and Economic Growth', Journal of Economic Literature, Vol. XXXV, Nr 2, pp. 688-726.
- OECD „Finance and inclusive growth", OECD Economic Policy Paper 14/2015
- OECD "Finance and income inequality in OECD countries", OECD Working Paper 42/2015
- OECD "Finance, growth and inequality"
- UNEP „Effects of financial system size and structure on the real economy. What do we know and what do we not know?",
- World Bank "Rethinking the role of the State in finance" w Global Financial Development Report 2013