



Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae
Rok 20, Nr 3/2016, tom III
Wydział Prawa, Administracji i Zarządzania
Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach

**Globalizacja i regionalizacja
we współczesnym świecie**

**Magdalena Markiewicz¹, Magdalena Mosionek-Schweda²,
Monika Szmelter³**

**POZIOM UMIEJZYNARODOWIENIA RYNKÓW
FINANSOWYCH W WYBRANYCH PAŃSTWACH
EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ**

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena stopnia umiędzynarodowienia rynków finansowych Polski, Czech oraz Węgier. Analizą zostały objęte tylko wybrane segmenty rynku finansowego, takie jak rynek kapitałowy, walutowy oraz pochodnych instrumentów finansowych. Dodatkowo, badaniem został również objęty sektor bankowy w analizowanych krajach, bowiem zaangażowanie inwestorów zagranicznych w operacje finansowe na danym rynku finansowym bywa pochodną zaangażowania kapitału zagranicznego w tym sektorze. Na podstawie otrzymanych wyników pozytywnie zweryfikowano postawioną w artykule tezę, iż rynek finansowy w Polsce jest największym rynkiem finansowym w Europie Środkowej i Wschodniej i jednocześnie najbardziej umiędzynarodowionym. W oparciu o studia literaturowe oraz dane statystyczne dotyczące analizowanych segmentów rynku finansowego wybranych do badania państw, wyliczone zostały wartości wskaźników charakteryzujących poziom umiędzynarodowienia.

Słowa kluczowe: internacjonalizacja, rynek kapitałowy, rynek walutowy, rynek instrumentów pochodnych, bankowość.

Klasyfikacja JEL: G15, G21, E44.

¹ Dr Magdalena Markiewicz, adiunkt, Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański.

² Dr Magdalena Mosionek-Schweda, adiunkt, Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański.

³ Dr Monika Szmelter, asystent, Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański.

Wprowadzenie

Pojęcie „umiędzynarodowienie” jest zamiennie stosowane z pojęciem „internacjonalizacja”. Najczęściej terminy te odnosi się do podmiotów gospodarczych i wówczas oznaczają one proces rozszerzania działalności poza granice kraju macierzystego. W przypadku rynku finansowego internacjonalizacja związana jest z zaangażowaniem inwestorów zagranicznych. Im wyższa aktywność nierezydentów na rynku finansowym w danym kraju, tym bardziej staje się on rynkiem otwartym. Umiędzynarodowienie rynku finansowego niesie za sobą zarówno pozytywne, jak i negatywne konsekwencje. Oznacza ono znaczną wrażliwość systemu finansowego danego kraju na czynniki zewnętrzne. Odływ czy też napływ inwestorów zagranicznych w warunkach wysoce zinternacjonalizowanego rynku finansowego skutkuje dużą zmiennością w poziomie jego płynności. Zwłaszcza w warunkach kryzysowych, gdy inwestorzy międzynarodowi wycofują się z inwestycji uznawanych za zbyt ryzykowne (zwykle dotyczy to inwestycji w znaczną część walut, akcje, derywaty), może dojść do zaburzeń na rynkach finansowych. Jednakże zainteresowanie inwestorów zagranicznych danym rynkiem w warunkach braku czynników kryzysogennych wpływa pozytywnie na jego wielkość oraz poziom płynności. Skutkiem umiędzynarodowienia rynków finansowych wielu krajów jest ich globalizacja. Konsekwencje wysokiego umiędzynarodowienia zależą także od tego, czy mamy do czynienia z rynkiem kraju rozwiniętego, czy też rozwijającego się, a także od wielkości rynku finansowego w danym państwie oraz jego segmentów. Przykładowo, gdy doszło do wybuchu światowego kryzysu finansowego z lat 2007-2009 inwestorzy międzynarodowi wycofywali się z inwestycji w akcje niezależnie od kraju inwestycji. Ponadto rezygnowali z portfeli obligacji skarbowych krajów rozwijających się na korzyść papierów skarbowych krajów takich jak USA, przy czym wycofywali się przede wszystkim z tych rynków obligacji, na których płynność była duża (np. polskiego), gdyż z mniej płynnych dokonanie dezinvestycji było zdecydowanie bardziej utrudnione.

Celem niniejszego opracowania jest ocena stopnia umiędzynarodowienia rynków finansowych Polski, Czech oraz Węgier. Wybór krajów jest uzasadniony ich przynależnością do tej samej grupy rynków wschodzących krajów Europy Środkowej i Wschodniej (niezależnie od przyjętej klasyfikacji). Innym argumentem przemawiającym za wyborem właśnie tych krajów jest obecność Warszawy, Pragi oraz Budapesztu w rankingu GFCI⁴. Analizą zostały objęte tylko wybrane segmenty rynku finansowego, takie jak rynek kapitałowy, walutowy oraz pochodnych instrumentów finansowych. Z badań zostały wykluczone rynki pieniężny oraz kredytowy, z uwagi na ich wysoce lokalny charakter. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w operacje finansowe na danym rynku bywa pochodną zaangażowania kapitału zagranicznego w system bankowy kraju. W warunkach wysokich powiązań kapitałowych instytucji krajowych z zagranicznymi dochodzi często do scentralizowanego modelu zarządzania ryzykiem, co oznacza w praktyce dużą

⁴ GFCI (Global Financial Centres Index) jest rankingiem konkurencyjności światowych centrów finansowych, sporządzanym cyklicznie co pół roku od 2007 r. przez Z/Yen Group.

aktywność transakcyjną pomiędzy członkami danej grupy kapitałowej. Z tego względu w artykule badaniem został również objęty sektor bankowy w analizowanych krajach. W pracy sformułowano następującą tezę: rynek finansowy w Polsce jest największym wśród krajów wschodzących Europy Środkowej i Wschodniej i jednocześnie najbardziej umiędzynarodowionym. Praca powstała w oparciu o studia literaturowe oraz dane statystyczne dotyczące analizowanych segmentów rynku finansowego wybranych do badania państw, na podstawie których wyliczone zostały wartości wskaźników charakteryzujących poziom umiędzynarodowienia.

1. Poziom umiędzynarodowienia rynku walutowego i instrumentów pochodnych

Badanie rynku walutowego w Polsce, Czechach i na Węgrzech obejmuje wszystkie transakcje walutowe dokonane w tych krajach niezależnie od walut, na których zostały one przeprowadzone. Przykładowo, przez rynek walutowy w Polsce nie należy rozumieć rynku złotego, lecz rynek operacji walutowych dokonanych przez instytucje zlokalizowane w Polsce (rezydentów). Instytucje krajowe realizowały transakcje walutowe zarówno pomiędzy sobą, jak też z podmiotami zagranicznymi. Informacje na temat dziennych obrotów na rynkach walutowych w tych krajach zawiera tabela 1.

Tabela 1. Średnie dzienne obroty na rynku walutowym w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech w kwietniu 2016 r. pomiędzy rezydentami i nierezydentami (w mln USD oraz w ujęciu procentowym)

Kraj	Spot		Outright forward		Fx swap	
	Obroty	Udział	Obroty	Udział	Obroty	Udział
Polska	1057	51%	388	46%	5137	86%
Czechy	455	74%	25	38%	2645	87%
Węgry	463	65%	6	3%	2165	92%
	CIRS		Opcje		Łącznie	
CIRS	Obroty	Udział	Obroty	Udział	Obroty	Udział
Polska	100	62%	38	55%	6720	74%
Czechy	14	49%	38	46%	3176	83%
Węgry	0	0%	42	69%	2677	81%

* Przez obroty rynku walutowego należy rozumieć te wygenerowane przez największych kreatorów rynku walutowego, czyli instytucje sprawozdające w ramach globalnego badania rynku walutowego realizowanego przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS). Przeprowadzają one operacje walutowe pomiędzy sobą, z innymi instytucjami finansowymi oraz z inwestorami niefinansowymi.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [BIS, 2016a, s. 59-61].

Najwyższy poziom obrotów z nierezydentami instytucje krajowe zrealizowały w Polsce. Zdecydowanie niższe odnotowano w przypadku pozostałych dwóch krajów objętych analizą. Obroty na polskim rynku walutowym realizowane z partnerami zagranicznymi są ponad dwukrotnie wyższe w porównaniu do Czech, co

świadczy o relatywnie wysokim poziomie umiędzynarodowienia rynku walutowego w Polsce. Przyczyną dużego zainteresowania zagranicą współpracą z polskimi instytucjami jest m. in. bardzo płynny rynek złotego, którego głównymi kreatorami są instytucje finansowe (przede wszystkim banki) zlokalizowane w Londynie oraz Nowym Jorku [BIS, 2016a, s. 59-61].

Porównując wskaźnik udziału operacji walutowych z nierezydentami do transakcji ogółem w badanych krajach można zauważyć, że w przypadku wszystkich rynków kształtuje się on na wysokim poziomie – dla Czech i Węgier odpowiednio 83% i 81%, a dla Polski w kwietniu 2016 r. osiągnął on wartość 74%. Świadczy to o tym, że „zagranica” jest bardzo ważnym partnerem na rynku walutowym dla najważniejszych kreatorów rynku walutowego w tych krajach. Warto wskazać, że wskaźnik ten dla globalnego forexu wyniósł w tym samym okresie około 65%. Transakcje walutowe zawarte przez banki w Polsce z podmiotami powiązanymi kapitałowo stanowiły ponad 40% wartości operacji walutowych z nierezydentami. Powodem tego jest rosnąca popularność scentralizowanego na poziomie całej grupy kapitałowej modelu zarządzania ryzykiem [NBP, 2016a, s. 5].

Dla wszystkich badanych krajów kluczowym segmentem rynku walutowego pozostaje segment fx swapów, który jednocześnie ma charakter najbardziej umiędzynarodowionego. W analizowanych krajach zagraniczni inwestorzy generują w tym segmencie najwyższe obroty. Wskaźnik udziału operacji typu fx swap z „zagranicą” w transakcjach swapowych ogółem był najwyższy w przypadku Węgier (92%), dla Polski wyniósł 86%, a dla Czech 87% (tabela 1). Taka sytuacja utrzymuje się już od wielu lat [Szmelter, 2009, s. 245-255]. Tymczasem w ujęciu globalnym wskaźnik ten kształtował się na poziomie 67%. Dla wszystkich analizowanych krajów znamieny jest najniższy poziom umiędzynarodowienia segmentu transakcji outright forward – najwyższy jest w przypadku Polski – 46% (dla globalnego rynku walutowego wynosi on 61%).

Tabela 2. Średnie dzienne obroty na pozagięldowym rynku pochodnych instrumentów procentowych w Polsce, Czechach i na Węgrzech w kwietniu 2016 r. pomiędzy rezydentami i nierezydentami (w mln USD oraz w ujęciu procentowym)

	Obroty ogółem	Obroty międzynarodowe	Udział
Polska	1 558	1 283	82%
Czechy	168	114	68%
Węgry	125	120	96%

* Badanie rynku pochodnych instrumentów finansowych ogranicza się do największego segmentu, jakim jest rynek derywatów procentowych, a więc swapów procentowych, transakcji FRA oraz opcji procentowych. Większość derywatów walutowych tworzy jednocześnie rynek walutowy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [BIS, 2016b].

Obroty na rynku pochodnych instrumentów finansowych w Polsce, w porównaniu do Czech oraz Węgier, są bardzo wysokie [BIS, 2016b]. Jeżeli analizą obejmie się wyłącznie obroty międzynarodowe w tych krajach, to otrzymuje się takie

same wnioski – inwestorzy zagraniczni zdecydowanie częściej zawierają transakcje na derywatach z największymi polskimi bankami (tabela 2).

Udział operacji pomiędzy podmiotami z różnych krajów w operacjach na derywatach procentowych ogółem w ujęciu globalnym w kwietniu 2016 r. ukształtował się na poziomie 65%. Tymczasem tylko w przypadku Czech (68%) wskaźnik ten jest zbliżony do poziomu światowego. O zdecydowanie wyższym poziomie umiędzynarodowienia obrotów instrumentami pochodnymi można mówić w odniesieniu do Węgier oraz Polski, gdzie operacje derywatami procentowymi dokonane przez największe banki w tych krajach z nierezydentami stanowiły w badanym okresie odpowiednio 96% oraz 82% wszystkich transakcji pochodnymi instrumentami procentowymi.

Tabela 3. Wskaźnik umiędzynarodowienia obrotów na rynku walutowym oraz derywatów procentowych w kwietniu 2016 r. na świecie, w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech (w ujęciu procentowym)

	Rynek walutowy	Rynek derywatów procentowych
Polska	74%	82%
Czechy	83%	68%
Węgry	81%	96%
Świat	65%	65%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [BIS, 2016b].

Reasumując, zarówno w przypadku rynku walutowego, jak i pochodnych instrumentów procentowych w badanych krajach, stosując względną i prostą miarę stopnia umiędzynarodowienia obrotów (jaką jest udział transakcji rezydentnierezydent w transakcjach ogółem), należy wskazać na poziom internacjonalizacji zazwyczaj istotnie przekraczający średnią światową (tabela 3).

2. Poziom umiędzynarodowienia rynków kapitałowych

W zakresie rynku kapitałowego analizie poddane zostały rynki akcji zarządzane przez giełdy papierów wartościowych zlokalizowane w wybranych do badania państwach, tj. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), Praską Giełdę Papierów Wartościowych (PSE) oraz Giełdę Papierów Wartościowych w Budapeszcie (BSE). Genezy każdej z wymienionych giełd można doszukiwać się już w XIX wieku, chociaż w obecnym kształcie funkcjonują od początku lat 90. XX wieku⁵.

⁵ Giełda węgierska była pierwszą giełdą reaktywowaną po upadku bloku wschodniego. Oficjalnie rozpoczęła ponowne funkcjonowanie 19 czerwca 1990 r. (w 1948 r. została zamknięta przez władze komunistyczne). Początki tej giełdy sięgają 1864 r., gdy na mocy dekretu cesarza Austrii utworzono giełdę towarową i papierów wartościowych w Peszcie [Morawska, 2007, s. 403 i 436]. Niespełna rok po giełdzie w Budapeszcie, 16 kwietnia 1991 r., również w Warszawie dokonano reaktywacji giełdy papierów wartościowych, zamkniętej wraz z wybuchem II wojny światowej (giełda ta powstała w 1817 r.) [Ziarko-Siwiek, 2007, s. 347]. Najmłodszą giełdą wśród analizowanych jest Praska Giełda Papierów Wartościowych, której początki sięgają 1871 r., a ponowne otwarcie, po zamknięciu w 1948 r., nastąpiło 6 kwietnia 1993 r. [PSE, 2016].

Mimo zbliżonego okresu działania, ich rozwój, determinowany czynnikami ekonomiczno-politycznymi, przebiegał zdecydowanie odmiennie. Niekwestionowanym liderem pod względem kapitalizacji, liczby notowanych spółek i wielkości obrotów jest giełda warszawska. W ofercie tej giełdy znajduje się również największa liczba dostępnych platform obrotu, zarówno akcyjnych, jak i obligacyjnych, w formule rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu.

Analizując poziom umiędzynarodowienia trzech badanych rynków akcyjnych ze względu na obecność emitentów zagranicznych, dostrzec można bardzo duże zróżnicowanie w tym zakresie. Po pierwsze, według danych z czerwca 2016 r., na parkiecie węgierskim nie notowano żadnej zagranicznej spółki (tabela 4). I nie jest to wyjątkowa dla tej giełdy sytuacja, ponieważ w dotychczasowej historii jej funkcjonowania emitentami były głównie spółki krajowe. Pierwszy podmiot zagraniczny pojawił się w 1996 r., w latach 1997-2000 notowano walory tylko dwóch zagranicznych emitentów, a począwszy od 2001 r. na parkiecie w Budapeszcie nie ma w ogóle zagranicznych spółek. Od samego początku funkcjonowania giełda ta boryka się z problemem niewielkiej i zmniejszającej się od 1999 r. liczby emitentów – notowano wówczas papiery wartościowe 64 spółek [Morawska, 2007, s. 423], z kolei w czerwcu 2016 r. jedynie 44.

Tabela 4. Liczba emitentów ogółem oraz zagranicznych notowanych na giełdowych rynkach akcji w Polsce, Czechach i na Węgrzech w czerwcu 2016 r.

	Liczba zagranicznych emitentów	Liczba emitentów ogółem	Udział emitentów zagranicznych
Polska	53	483	10,97%
Czechy	10	25	40,00%
Węgry	0	44	0,00%
Świat*	3 083	51 619	5,97%

*Dane obejmują giełdy uwzględniane w statystykach World Federation of Exchange.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [BSE, 2016], [FESE, 2016], [GPW, 2016], [PSE, 2016], [WFE, 2016].

Znacznie mniejsza liczba emitentów była notowana we wskazanym czasie na parkiecie w Pradze – zaledwie 25 podmiotów, w tym 10 spółek zagranicznych. Warto zauważyć, że w czerwcu 1993 r., po zaledwie dwóch miesiącach funkcjonowania, na czeskiej giełdzie notowano 622 spółki, trzy lata później, w maju 1996 r. liczba ta osiągnęła poziom 1 792⁶. Tak szybki rozwój giełdy był spowodowany przede wszystkim wykorzystaniem jej w procesie prywatyzacji spółek państwowych. Począwszy jednak od 1997 r. władze giełdy, dążąc do poprawy jej funkcjonowania, rozpoczęły proces usuwania z notowań emitentów, którzy nie spełniali kryteriów spółek publicznych. Najwięcej podmiotów zostało usuniętych w 1997 r.

⁶ W tym czasie kapitalizacja praskiej giełdy w stosunku do PKB kraju wynosiła 31,3%, co było największą wartością wśród krajów postkomunistycznych. Dla porównania, na Węgrzech wskaźnik ten wyniósł 11,66%, a w Polsce 6,42% [Fungáčová, Hanousek, 2011, s. 351].

– łącznie 1 301 [Fungáčová, Hanousek, 2011, s. 350-353]. Brak debiutów oraz dalsze usuwanie spółek z powodu bankructw czy decyzji emitentów o wyjściu z notowań spowodowały, iż liczba notowanych spółek zmniejszała się sukcesywnie w kolejnych latach. W 2001 r. na giełdzie w Pradze notowano 102 podmioty, w 2004 – 55, w 2008 – 28, w 2016 – 25.

Największą spośród analizowanych giełd jest GPW w Warszawie. Według stanu z czerwca 2016 r., na jej parkiecie obecne były 483 spółki, w tym 53 zagraniczne. W ujęciu względnym, giełda warszawska wypada gorzej niż giełda praska (udział emitentów zagranicznych w łącznej liczbie notowanych spółek wynosił niespełna 11% dla GPW i 40% dla PSE), jednak w wartościach bezwzględnych w Warszawie notowano pięć razy więcej zagranicznych walorów niż w Pradze. Obie giełdy mają natomiast wskaźnik udziału spółek zagranicznych w łącznej liczbie spółek znacznie większy niż dla wszystkich giełd uwzględnianych w statystykach Światowej Federacji Giełd (tabela 4).

W tabeli 5 przedstawiono dane dotyczące całkowitej kapitalizacji analizowanych giełd oraz kapitalizacji notowanych spółek zagranicznych. O ile udział zagranicznych emitentów w łącznej liczbie spółek był zdecydowanie wyższy w przypadku giełdy w Pradze, to w zakresie kapitalizacji zagranicznych podmiotów oraz udziału w kapitalizacji ogółem przoduje giełda warszawska – wartości te wynosiły w czerwcu 2016 r. odpowiednio: prawie 105 mld USD i 46%. W tym czasie kapitalizacja zagranicznych spółek na PSE stanowiła około 37% łącznej kapitalizacji i wyniosła niespełna 14 mld USD.

Tabela 5. Kapitalizacja ogółem oraz kapitalizacja spółek zagranicznych na giełdowych rynkach akcji w Polsce, Czechach i na Węgrzech w czerwcu 2016 r. (w mln USD oraz w ujęciu procentowym)

	Kapitalizacja spółek zagranicznych (mln USD)	Kapitalizacja ogółem (mln USD)	Udział kapitalizacji spółek zagranicznych
Polska	104 764,24	229 401,61	45,67%
Czechy	13 764,75	37 343,50	36,86%
Węgry	0,00	19 181,50	0,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BSE, 2016], [FESE, 2016], [GPW, 2016], [PSE, 2016], [WFE, 2016].

Ostatnim analizowanym w odniesieniu do rynku kapitałowego wskaźnikiem jest wielkość obrotów generowanych przez inwestorów na walorach spółek zagranicznych oraz udział tych obrotów w obrotach całkowitych. W tym przypadku giełda w Pradze osiąga zdecydowanie lepsze wyniki w ujęciu bezwzględnym i względnym. Według danych za pierwsze półrocze 2016 r., inwestorzy przeprowadzili na walorach zagranicznych spółek notowanych na BSE transakcje o wartości prawie 552 mln USD, co stanowiło nieco ponad 17% ogółu obrotów. W tym czasie obroty na spółkach zagranicznych na polskiej giełdzie wyniosły niespełna

132 mln USD, co w odniesieniu do łącznych obrotów stanowiło mniej niż 1% (tabela 6).

Tabela 6. Obroty ogółem oraz na spółkach zagranicznych notowane na giełdowych rynkach akcji w Polsce, Czechach i na Węgrzech w pierwszym półroczu 2016 r. (w mln USD oraz w ujęciu procentowym)

	Obroty na spółkach zagranicznych (mln USD)	Obroty ogółem (mln USD)	Udział obrotów na spółkach zagranicznych
Polska	132,95	21 826,76	0,61%
Czechy	551,81	3 226,70	17,10%
Węgry	0,00	4 456,07	0,00%
Świat*	3 026 952,20	45 041 008,20	6,72%

* Dane obejmują giełdy uwzględniane w statystykach World Federation of Exchange.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BSE, 2016], [FESE, 2016], [GPW, 2016], [PSE, 2016], [WFE, 2016].

Dla porównania, wskaźnik ten dla giełd na świecie według danych publikowanych przez Światową Federację Giełd wyniósł 6,72%.

3. Obecność kapitału zagranicznego w sektorze bankowym

Sektor bankowy w Czechach, Polsce i na Węgrzech charakteryzuje się stosunkowo wysokim udziałem kapitału zagranicznego, zarówno w odniesieniu do perspektywy europejskiej, jak również wśród krajów EŚW. Udział w rynku banków o większościowym kapitale zagranicznym⁷ najwyższy jest w Czechach, gdzie stanowi 82%, niewiele niższy na Węgrzech (80%), a najniższy w Polsce (61%) (tabela 7).

Tabela 7. Wskaźniki dotyczące stosunków własnościowych w sektorze bankowym w Polsce, Czechach i na Węgrzech według danych bilansowych z 31.12.2015 r.

	Polska	Czechy	Węgry
Liczba banków	65	46	25
Wielkość aktywów (mld EUR)	375	205	104
Wielkość aktywów w stosunku do PKB	89%	124%	97%
Udział w rynku banków o większościowym kapitale zagranicznym (% aktywów)	61%	82%	80%
Wartość kredytów i pożyczek (mln EUR)	225 696	102 982	37 896
Wartość kredytów i pożyczek w walucie zagranicznej (mln EUR)	64 464	19 234	8 882
Udział wartości kredytów i pożyczek w walucie zagranicznej w wartości kredytów i pożyczek ogółem (%)	29%	19%	23%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Raiffeisen Research, 2016, s. 5] oraz raportów rocznych: [MNB, 2016], [ČNB, 2016], [NBP, 2016b].

⁷ Udział w rynku jest tu rozumiany jako relacja aktywów banków o większościowym kapitale zagranicznym do aktywów całego sektora bankowego.

Jeśli chodzi o liczbę banków, w 2105 r. najwięcej (65) funkcjonowało w Polsce, a więc dwuipółkrotnie więcej niż na Węgrzech (25) oraz o połowę więcej niż w Czechach (46) i jednocześnie generowały one największe aktywa w ujęciu nominalnym (375 mld EUR).

Tabela 8. Struktura własnościowa największych banków komercyjnych w sektorze bankowym w Polsce, Czechach i na Węgrzech według danych bilansowych z 31.12.2015 r.

Polska					
Największe banki komercyjne w sektorze bankowym pod względem udziału w rynku	PKO BP	PeKao	BZ WBK	mBank	ING Bank Śląski
Udział w rynku jako relacja aktywów banku do aktywów sektora bankowego (%)	17,4	11	9,1	8,1	7,1
Inwestorzy strategiczni w największych bankach komercyjnych (udział w %)	Skarb Państwa (29,4%)	UniCredit (40,1%)	Grupa Santander (69,41%)	Commerz-bank (69,42%)	ING Bank NV (75%)
Czechy					
Największe banki komercyjne w sektorze bankowym pod względem udziału w rynku	ČSOB	Česká sporitelňa	Komerční banka	Unicredit Bank Czech Republic	Raiffeisen Bank
Udział w rynku jako relacja aktywów banku do aktywów sektora bankowego (%)	17	16,5	15,3	10	4,5
Inwestorzy strategiczni w największych bankach komercyjnych	KBC (66%)	Erste Group Bank AG (98,97%)	Société Générale (60,4%)	Unicredit S.p.A (100%)	Raiffeisen Bank International AG (75%)
Węgry					
Największe banki komercyjne w sektorze bankowym pod względem udziału w rynku	OTP Bank	K&H Bank	UniCredit Bank	Raiffeisen Bank	MKB
Udział w rynku jako relacja aktywów banku do aktywów sektora bankowego (%)	20,5	7,8	8,2	6	5,9
Inwestorzy strategiczni w największych bankach komercyjnych	Podmioty krajowe (28,77%)	KBC (66,29%)*	Unicredit S.p.A (100%)	Raiffeisen RBHU Holding GmbH (100%)	Bayerische Landesbank (95,23%)

* Na udział Grupy KBC składają się udziały takich podmiotów jak: KBC Ancora and Cera (30,45%), KBC Group NV (5,14%), udziały spółek zależnych KBC Ancora and Cera oraz MRBB (30,7%).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Raiffeisen Research, 2016] oraz danych ze stron internetowych wymienionych w tabeli banków: [BZ WBK, 2016], [ČS, 2016], [ČSOB, 2016], [ING, 2016], [K&H, 2016], [KB, 2016], [mBank, 2016], [MKB, 2016], [PeKaO, 2016], [PKO BP, 2016], [Raiffeisenbank Czech, 2016], [Raiffeisenbank Hungary, 2016], [OTP, 2016], [Unicredit Czech, 2016], [Unicredit Hungary, 2016].

Liczba banków zmniejsza się wskutek zmian technologicznych i regulacyjnych, co wymusiło zmianę strategii biznesowych banków. Jednak biorąc pod uwagę wielkość aktywów banków w stosunku do PKB, można zauważyć stosunkowo niski udział finansowania gospodarki przez instytucje sektora bankowego w Polsce oraz bardzo wysoki w Czechach (124%)⁸.

W tym kontekście warto zwrócić uwagę na wysoką nominalną wartość kredytów i pożyczek (najwyższa odnotowywana była w Polsce i wynosiła 225 mld EUR, więcej niż w Czechach i na Węgrzech łącznie), a w tym zakresie – na dość wysoki udział wartości kredytów i pożyczek w walucie zagranicznej w wartości kredytów i pożyczek ogółem (29% w Polsce i 23% na Węgrzech), który może być wyjaśniany zaangażowaniem banków w Polsce i na Węgrzech w kredytowanie hipoteczne w walucie obcej, w tym we frankach szwajcarskich oraz euro.

Specyficzną cechą sektora bankowego w UE, w tym w badanych krajach, jest stosunkowo wysoki poziom koncentracji przy jednoczesnym wysokim udziale kapitału zagranicznego w największych bankach.

Jeśli chodzi o sektor bankowy w Polsce, do największych banków należą PKO BP SA posiadający 17,4% udziału w rynku (29,4% stanowi w nim kapitał państwowy) i Pekao SA, którego głównym akcjonariuszem jest UniCredit (bank ten posiada 11% udziału w rynku). Łącznie pięć największych banków w Polsce miało w 2015 r. 52,7% udziału w rynku, z czego cztery były kontrolowane przez kapitał zagraniczny (tabela 8).

W Czechach pierwsze banki zagraniczne pojawiły się w 1991 r., a od 1998 r. nastąpił etap przyspieszonej prywatyzacji banków państwowych z udziałem kapitału zagranicznego. Kapitał zagraniczny wszedł do czeskiego sektora bankowego nieco później niż nastąpiło to w Polsce, czy na Węgrzech, z tego powodu dynamika zmian tego sektora zauważalna była głównie po 2000 r. Po wejściu Czech do UE uwidoczniła się tendencja do tworzenia dużych grup bankowych, w tym czasie ukonstytuowały się już struktury Československá obchodní banka, mającego w 2015 r. udział w rynku na poziomie 17%, Česká sporitelňa (udział w rynku 16,5%, a inwestorem strategicznym jest od 1999 r. belgijski KBC, który posiada 66% udziałów w tym banku) i Komerční banka (Société Générale, 15,3%). Pięć największych banków w Czechach kontrolowanych przez kapitał zagraniczny miało 63,3% udziału w rynku, a więc koncentracja sektora bankowego była w tym kraju wyższa niż w Polsce i na Węgrzech. W 2015 r. udział kapitału zagranicznego w formie bezpośrednich lub pośrednich udziałów w aktywach czeskich banków stanowił 82% aktywów sektora bankowego.

Węgierski system bankowy już w latach 80. XX w. był jednym z najlepiej rozwiniętych i najbardziej liberalnych systemów w krajach ESW, najszybciej też osiągnął wysoki udział kapitału zagranicznego w bankowości [Bonin, Ábel, 2000, s. 6-7]. Jeszcze przed wyodrębnieniem z banku centralnego banków komercyjnych

⁸ Relacja między wartością aktywów banków a PKB świadczy o tym, w jakim stopniu finansowanie gospodarki jest pokrywane przez banki, dlatego ważna jest ich stabilność. Dla porównania, w UE relacja ta wynosi aż 350%, w USA 78%, a w Japonii 174%.

istniały banki: ÁÉB, MKB oraz OTP (Országos Takarékpénztár és Kereskedelmi Bank) [Kondrat, Koczan, 2002, s. 68]. Prywatyzacja OTP nastąpiła planowo i świadomie bez wyboru większościowego inwestora strategicznego, by uniknąć dominacji kapitału zagranicznego w największym banku węgierskim, jak również w całym sektorze i miała miejsce w 1997 r. [Bonin, Wachtel, 2002, s. 18]. OTP jest największym bankiem na Węgrzech, znacznie przewyższa konkurentów pod względem wartości aktywów i w 2015 r. obejmował 20,5% udziału w rynku. Kolejne duże banki to K&H Bank (7,8%), Unicredit (8,2%), Raiffeisen Bank (6,0%), MKB Bank (5,9%) i Erste Bank (5,8%). Cztery największe banki na Węgrzech z większościowym udziałem kapitału zagranicznego miały łącznie 35,3% udziału w rynku, natomiast pięć największych banków posiadało udział w wysokości 48,4%.

Węgry niemal zakończyły proces prywatyzacji już w 1997 r., znacznie wcześniej niż pozostałe kraje ESW i były najwyżej oceniane pod względem przeprowadzenia efektywnych reform oraz stworzenia płynnego i stabilnego sektora bankowego [Zaleska, 2005, s. 47]. Konkurencja na krajowym rynku skłaniała duże banki węgierskie do ekspansji zagranicznej. Najbardziej aktywny był pod tym względem bank OTP. Jak dotąd jest to jedyny bank w regionie ESW z mniejszościowym udziałem kapitału zagranicznego, który systematycznie realizuje strategię zakupów innych podmiotów w Europie Środkowej i Wschodniej. W ramach budowania swojej pozycji w regionie OTP przejął banki w Słowacji, Bułgarii, Rumunii, Chorwacji, w Serbii i Czarnogórze, na Ukrainie, w Rosji. W 2008 r. OTP był wymieniany jako kandydat do przejęcia udziałów w polskim PKO BP, jednak transakcja ta nie doszła do skutku [OTP, 2016].

Wnioski końcowe

Wśród badanych krajów najbardziej umiędzynarodowiony rynek walutowy posiada Polska, gdy jako narzędzie pomiaru przyjmie się wielkość dziennych obrotów pomiędzy rezydentami i nierezydentami. Stosując miarę względną, jaką jest wskaźnik udziału operacji „zagranicy” z podmiotami krajowymi, okazuje się, że największy stopień internacjonalizacji obserwuje się na walutowym rynku w Czechach (84%) oraz na Węgrzech (83%), tymczasem Polska pod tym względem znalazła się na ostatnim miejscu (74%). Rynki walutowe wszystkich krajów należy uznać za wyżej umiędzynarodowione niż globalny rynek walutowy.

Inwestorzy zagraniczni są zdecydowanie bardziej zainteresowani handlem derywatami z bankami polskimi, aniżeli czeskimi czy węgierskimi – operacje na polskim rynku pochodnych instrumentów procentowych pomiędzy rezydentami a nierezydentami są około dziesięciokrotnie wyższe niż w przypadku rynku czeskiego oraz węgierskiego. Wskaźnik udziału obrotów międzynarodowych w obrotach derywatami procentowymi ogółem jest wysoki dla wszystkich analizowanych krajów – najwyższy dla Węgier (aż 96%), potem Polski (82%). W przypadku globalnego rynku pochodnych instrumentów procentowych kształtuje się on na poziomie 65% – wokół tej wartości oscyluje też poziom umiędzynarodowienia czeskiego rynku derywatów (68%).

W przypadku rynków akcyjnych trudno jednoznacznie wskazać giełdę charakteryzującą się wyższym poziomem umiędzynarodowienia. W przeprowadzonych badaniach możliwe było uwzględnienie jedynie Polski i Czech, ponieważ na giełdzie węgierskiej nie notowano w analizowanym czasie żadnej zagranicznej spółki. Jeśli chodzi o dwie pozostałe giełdy, to pod względem liczby zagranicznych spółek obecnych w notowaniach przoduje warszawska GPW, jednakże uwzględniając udział tych podmiotów w łącznej liczbie spółek zdecydowanie lepsze wyniki osiąga giełda w Pradze. W przypadku kapitalizacji spółek zagranicznych wyższe wartości w ujęciu względnym i bezwzględnym występują na GPW, chociaż między wartościami wskaźnika względnego różnica pomiędzy Warszawą i Pragą wynosi niespełna 9 punktów procentowych. Największym zaskoczeniem są wyniki analizy obrotów generowanych na spółkach zagranicznych, bowiem na giełdzie w Pradze, na której notowanych jest zaledwie 10 spółek zagranicznych, wartość transakcji na ich walorach była ponad czterokrotnie wyższa niż na spółkach zagranicznych obecnych na polskim parkiecie, których w analizowanym czasie było 53. Również udział obrotów generowanych na walorach spółek zagranicznych w łącznej wartości obrotów był zdecydowanie wyższy w Pradze niż w Polsce.

Dzięki prywatyzacji dużych banków z udziałem kapitału zagranicznego wzrastał w sektorze bankowym Polski, Czech i Węgier poziom konkurencji i malał stopień koncentracji. Sektor bankowy w tych krajach składa się z wielu silnych kapitałowo banków, w większości z wysokim udziałem kapitału zagranicznego. Jedynie OTP, będący największym podmiotem bankowym na Węgrzech, z przeważającym udziałem kapitału państwowego, prowadzi konsekwentną politykę ekspansji zagranicznej, rozszerzając działalność pod względem geograficznym. Biorąc natomiast pod uwagę obecność kapitału napływającego, najbardziej umiędzynarodowiony jest sektor czeski, a najmniej polski. Co ciekawe, udział kredytów i pożyczek w walutach obcych jest najwyższy właśnie w Polsce, jest to jednocześnie rynek o najwyższym poziomie aktywów sektora bankowego.

W każdym z analizowanych krajów wśród pięciu największych banków co najmniej cztery to instytucje, których inwestorami strategicznymi są podmioty zagraniczne. Łącznie pięć największych banków w Polsce miało w 2015 r. 52,7% udział w rynku, z czego cztery były kontrolowane przez kapitał zagraniczny. Pięć największych banków w Czechach kontrolowanych przez kapitał zagraniczny miało 63,3% udział w rynku, a na Węgrzech cztery największe banki posiadające międzynarodowego strategicznego inwestora miały łącznie 35,3% udział w rynku, natomiast pięć największych banków posiadało udział w wysokości 48,4%. Stopień zaangażowania zagranicznego kapitału w przypadku największych banków jest różny i kształtuje się na poziomie od 40,1% (Pekao SA w Polsce) do 100% (dwie instytucje bankowe z Węgier i jedna z Czech).

Silne związki kapitałowe z bankami-matkami instytucji bankowych z Polski, Czech oraz Węgier warunkują więc wzajemne transakcje finansowe stanowiące narzędzie efektywnego zarządzania ryzykiem finansowym na poziomie całej grupy kapitałowej. Współcześnie wysokie zaangażowanie kapitału zagranicznego

w sektor bankowy badanych krajów jest więc istotnym czynnikiem umiędzynarodowienia kluczowych segmentów rynków finansowych tych krajów.

Na podstawie otrzymanych wyników można pozytywnie zweryfikować postawioną w niniejszym opracowaniu tezę, iż rynek finansowy w Polsce jest największym wśród krajów wschodzących ESW i jednocześnie najbardziej umiędzynarodowionym.

Otrzymane wyniki są również zbieżne z analizami publikowanymi w rankingu GFCI. W tabeli 9 zestawiono dane o pozycjach, na których uplasowały się analizowane kraje w ośmiu edycjach rankingu GFCI. Budapeszt w każdej edycji zajmuje miejsca za Warszawą i Pragą. Polska w trzech edycjach znalazła się kilka lokat poniżej Pragi (największa różnica wyniosła 5 miejsc). Na najwyższej dotychczas pozycji Polska znalazła się w edycji z września 2015 r. (38), w tym czasie Czechy zostały uplasowane na 63. miejscu, a Węgry na 74.

Tabela 9. Pozycja Polski, Czech oraz Węgień w rankingach GFCI w latach 2013-2016

	09.2016	03.2016	09.2015	03.2015	09.2014	03.2014	09.2013	03.2013
Polska	45	48	38	64	68	60	71	63
Czechy	72	57	63	60	63	75	73	61
Węgry	77	74	74	76	77	77	77	78

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Z/Yen Group [2016, s. 4-5]; Z/Yen Group [2015, s. 4-5]; Z/Yen Group [2014, s. 5-6]; Z/Yen Group [2013, s. 4-5].

W rankingu GFCI z września 2016 r., Polska znalazła się na 45. pozycji (wzrost z 48. miejsca), natomiast Czechy odnotowały spadek z miejsca 57. na 72., a Węgry z 74. na 77.

Literatura cytowana

- BIS. 2016a. *Triennial Central Bank Survey. Global foreign exchange market turnover in 2016*, [ONLINE] Dostęp: <http://www.bis.org>. [Odczytano 17 września 2016].
- BIS. 2016b. [ONLINE] Dostęp: <http://www.bis.org>. [Odczytano 17 września 2016].
- Bonin, J., Ábel I., 2000. *Retail banking in Hungary: a foreign affair*, William Davidson Institute at University of Michigan, "Working Paper", Number 356.
- Bonin, J., Wachtel, P., 2002. *Financial sector development in transition economies: lessons from the first decade*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT Discussion Papers, Nr 9.
- BSE. 2016. *Budapest Stock Exchange* [ONLINE] Dostęp: <https://www.bse.hu>. [Odczytano 30 września 2016].
- BZ WBK. 2016. *Bank Zachodni WBK* [ONLINE] Dostęp: www.bzwbk.pl. [Odczytano 1 października 2016].
- ČNB. 2016. *Česka Narodni Banka*. [ONLINE] Dostęp: <http://www.cnb.cz/en/>. [Odczytano 1 października 2016].
- ČS. 2016. *Česká sporitelňa* [ONLINE] Dostęp: <http://www.csas.cz/banka/>. [Odczytano 1 października 2016].

- ČSOB. 2016. *Československá obchodní banka* [ONLINE] Dostęp: <https://www.csob.cz/portal/>. [Odczytano 01 października 2016].
- FESE. 2016. *Federation of European Stock Exchanges* [ONLINE] Dostęp: <https://www.fese.eu>. [Odczytano 25 września 2016].
- Fungáčová, Z., Hanousek, J., 2011. *Determinants of firm delisting on the Prague stock exchange*, "Prague Economic Papers", No. 4.
- GPW. 2016. *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie* [ONLINE] Dostęp: <https://www.gpw.pl>. [Odczytano 25 września 2016].
- ING. 2016. *ING Bank Śląski* [ONLINE] Dostęp: <http://www.ingbank.pl>. [Odczytano 1 października 2016].
- K&H. 2016. *K&H Bank* [ONLINE] Dostęp: <https://www.kh.hu/bank>. [Odczytano 1 października 2016].
- KB. 2016. *Komerční banka* [ONLINE] Dostęp: <https://www.kb.cz>. [Odczytano 1 października 2016].
- Kondrat, Z., Koczan, G., 2002. *The ownership structure in the Hungarian banking sector and the effectiveness of monetary policy*, XXII International Annual Conference on Monetary Policy Issues, NBP, "Bank i Kredyt", nr 11-12.
- mBank. 2016. *mBank* [ONLINE] Dostęp: www.mbank.pl. [Odczytano: 1 października 2016].
- MKB. 2016. *MKB Bank* [ONLINE] Dostęp: <https://www.mkb.hu/lakossagi>. [Odczytano 1 października 2016].
- MNB. 2016. *Magyar Nemzeti Bank* [ONLINE] Dostęp: <https://www.mnb.hu/en/>. [Odczytano 1 października 2016].
- Morawska, H., 2007. *Giełda papierów wartościowych na Węgrzech – Budapesti Értéktőzsde* [w:] *Giełdy kapitałowe w Europie*, red. U. Ziarko-Siwiek, Warszawa: CeDeWu Sp. z o.o.
- NBP. 2016a. *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2016 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, [ONLINE] Dostęp: <http://www.nbp.pl>. [Odczytano 17 września 2016].
- NBP. 2016b. *Narodowy Bank Polski* [ONLINE] Dostęp: <http://www.nbp.pl>. [Odczytano 1 października 2016].
- OTP. 2016. *OTP Bank* [ONLINE] Dostęp: <https://www.otpbank.hu>. [Odczytano 1 października 2016].
- PeKaO. 2016. *Bank PeKaO* [ONLINE] Dostęp: www.pekao.com.pl. [Odczytano 1 października 2016].
- PKO BP. 2016. *PKO Bank Polski* [ONLINE] Dostęp: www.pkobp.pl. [Odczytano 1 października 2016].
- PSE. 2016. *Prague Stock Exchange* [ONLINE] Dostęp: <https://www.pse.cz>. [Odczytano 17 września 2016].
- Raiffeisenbank Czech. 2016. *Raiffeisenbank* [ONLINE] Dostęp: <https://www.rb.cz/>. [Odczytano 1 października 2016].
- Raiffeisenbank Hungary. 2016. *Raiffeisen Bank* [ONLINE] Dostęp: <https://www.raiffeisen.hu/raiffeisen-csoport/magyar-csoport>. [Odczytano 1 października 2016].
- Raiffeisen Research. 2016. *CEE Banking Sector Report 2015*, Raiffeisen Research RZB Group.
- Szmelter, M., 2009. *Internacjonalizacja polskiego rynku walutowego*, [w:] *Procesy globalizacji internacjonalizacji i integracji w warunkach współczesnej gospodarki światowej - wybrane problemy*, red. T. Sporek, Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego.

- Unicredit Czech. 2016. *Unicredit Bank Czech Republic* [ONLINE] Dostęp: <https://www.unicreditbank.cz/cs/obcane.html#home>. [Odczytano 1 października 2016].
- Unicredit Hungary. 2016. *UniCredit Bank Hungary* [ONLINE] Dostęp: <https://www.unicreditbank.hu/hu/maganszemelyek.html>. [Odczytano 1 października 2016].
- WFE. 2016. *World Federation of Exchanges* [ONLINE] Dostęp: <http://www.world-exchanges.org/home>. [Odczytano: 30 września 2016].
- Zaleska, M. (red.), 2005. *Bankowość*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa: Kolegium Zarządzania i Finansów.
- Ziarko-Siwiek, U., 2007. *Giełda papierów wartościowych w Polsce – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.*, [w:] *Giełdy kapitałowe w Europie*, red. U. Ziarko-Siwiek, Warszawa: CeDeWu Sp. z o.o.
- Z/Yen Group. 2013, 2014, 2015, 2016. *The Global Financial Centres Index*, [ONLINE] Dostęp: <http://www.zyen.com/research/gfci.html>. [Odczytano 17 września 2016].

Abstract

The Level of Internationalization of Financial Markets in Selected Countries of Central and Eastern Europe

The aim of this article is to evaluate the degree of internationalization of financial markets in Poland, Czech Republic and Hungary. The analysis covered only selected segments of the financial market, such as capital market, foreign exchange market and derivatives market. In addition, the banking sector of analyzed countries was included in the study, as the involvement of foreign investors in financial operations on the financial market is sometimes derivative of involvement of foreign capital in the banking system of the country. Based on the obtained results it was possible to verify positively thesis stated in the article that the financial market in Poland is the largest financial market among the emerging countries of Central and Eastern Europe as well as the most internationalized.

Keywords: internationalization, capital market, foreign exchange market, derivatives market, banking.

JEL Classification: G15, G21, E44.