

Miłosz Stanisławski

Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

ROZWÓJ I ZMIANA STRUKTURY ŚWIATOWYCH RYNKÓW FINANSOWYCH

Wprowadzenie

Ostateczne zerwanie więzi światowego pieniądza z kruszcem, jakie nastąpiło na początku lat siedemdziesiątych XX w., doprowadziło do finansyzacji gospodarki światowej¹. Pod tym pojęciem kryje się przerost rynków oraz instytucji finansowych w relacji do potencjału sfery realnej, który zaburza jej funkcjonowanie w skali poszczególnych krajów, regionów, a nawet – globalnej. Do końca XX w. hipertrofia sektora finansowego występowała przede wszystkim w krajach o dojrzałych rynkach finansowych. Obecnie proces ten zaczął ogarniać wyżej zaawansowane kraje z grupy rynków wschodzących, które stwarzają dogodne możliwości elastycznego kształtowania struktury posiadanych aktywów, zgodnie z preferencjami poszczególnych podmiotów do ponoszenia akceptowalnego poziomu ryzyka². Przewiduje się, że do 2020 r. globalna wartość aktywów finansowych wzrośnie z ok. 212 bln w 2011 r. do ponad 370 bln USD (o 87%). Wzrost ilościowy będzie się łączył ze zmianą struktury rynków finansowych, wartość globalnych aktywów finansowych w krajach dotychczas peryferyjnych wzrośnie bowiem do ok. 111 bln USD, co oznacza koncentrację ok. 1/3 aktywów finansowych ogółem.

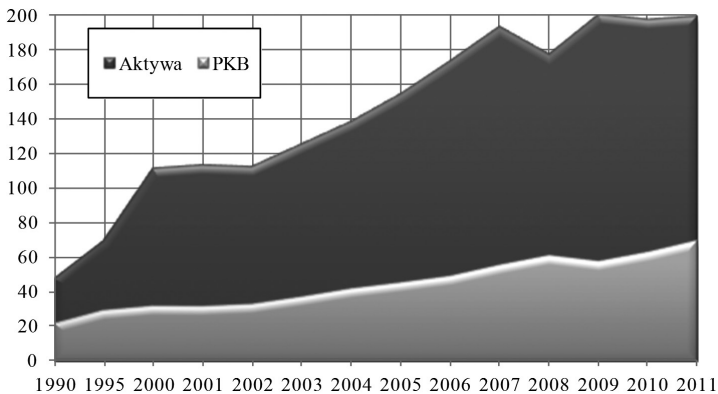
Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie kierunków rozwoju światowych rynków finansowych oraz omówienie postępujących przeobrażeń w strukturze globalnego rynku kapitałowego, spowodowanych rosnącym znaczeniem krajów zaliczanych do grupy *emerging markets*.

¹ Więcej: M. Husson: *Kapitalizm bez znieczulenia*. Książka i Prasa, Warszawa 2011, s. 224-225.

² T. Waściński, G. Wójcik: *Struktura rynku finansowego w gospodarce światowej*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego, Nr 88, Seria Administracja i Zarządzanie (15), Wydawnictwo Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego, Siedlce 2011, s. 26.

1. Główne segmenty oraz struktura geograficzna światowego rynku finansowego

Na przełomie ostatniej dekady globalny rynek finansowy rozwijał się w niespotykanym wcześniej tempie. Wartość światowych aktywów finansowych w latach 1990-2010 wzrosła czterokrotnie, osiągając w 2010 r. kwotę 198 bln USD. Gospodarka realna rozwijała się w tym okresie znacznie wolniej; PKB zwiększył się z 22 bln USD w 1990 r. do 63 bln USD w 2010 r. (mniej niż trzykrotnie). W 1990 r. światowe aktywa finansowe stanowiły 2,16 globalnego PKB, w 2010 r. relacja ta wyniosła 3,5. Dynamiczne tempo przyrostu globalnych aktywów finansowych zostało tylko nieznacznie zahamowane na skutek przeceny oraz umorzenia bezwartościowych aktywów finansowych i ostracyzmu na rynkach finansowych, który wystąpił w trakcie kryzysu finansowego w latach 2007-2009. Po okresie zawirowań globalne rynki finansowe powtórnie powróciły na ścieżkę przyspieszonego wzrostu. Według ostrożnych prognoz analityków McKinsey Global Institute wartość światowych aktywów finansowych w 2020 r. wyniesie 371 bln USD, co stanowiłoby prawie dwukrotnie więcej niż w 2010 r. oraz ośmiokrotnie więcej w odniesieniu do poziomu z 1990 r. Optimistyczne prognozy zakładają, że wartość światowych aktywów finansowych w 2020 r. wyniesie 391 bln USD. Pesymistyczne prognozy przewidują wartość światowych aktywów finansowych w 2020 r. na poziomie 338 bln USD³.



Rys. 1. Światowe aktywa finansowe i światowy produkt krajowy brutto (w bln USD)

Źródło: Witryna internetowa Międzynarodowego Funduszu Walutowego: <http://www.imf.org>.

³ Zob.: *The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape*. McKinsey Global Institute, December 2011.

W ostatnim dziesięcioleciu struktura geograficzna globalnych aktywów finansowych nie zmieniła się znacząco, można jednak było zaobserwować dynamiczny rozwój aktywów finansowych w krajach zaliczanych do grupy *emerging markets*. Istnieje wiele wskaźników służących makroekonomicznej analizie rynków finansowych. W niniejszym artykule posłużono się trzema miernikami: nominalną wartością aktywów finansowych, skumulowaną stopą wzrostu aktywów finansowych (CAGR) na bazie 2010 r. oraz nominalną wielkością produktu krajowego brutto.

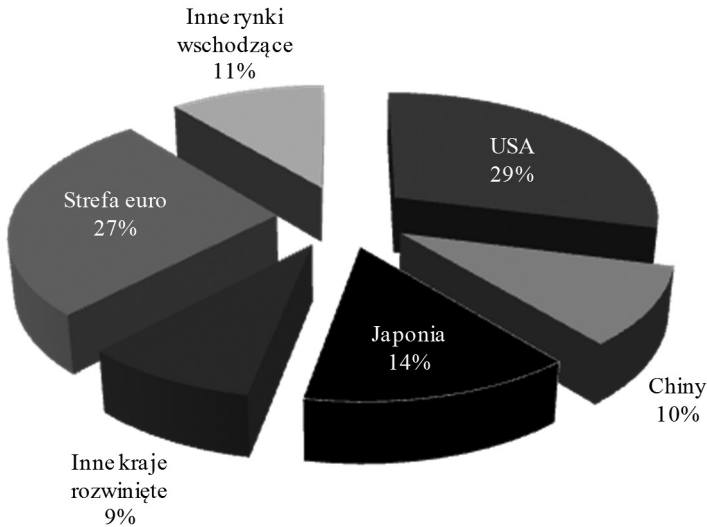
W latach 2000-2010 największy przyrost wartości aktywów finansowych wystąpił w Chinach oraz państwach zaliczanych do grupy „Inne rynki wschodzące” (po 7%). W tym samym okresie największy spadek wartości aktywów finansowych odnotowano w krajach strefy euro (7%), USA (6%) oraz Japonii (5%). Aktywa te rosły czterokrotnie szybciej w krajach z grupy *emerging markets* (po 16,6%) niż w krajach o dojrzałych rynkach finansowych (po 4,4%). W pewnej mierze różnice tempa można tłumaczyć wyższymi przyrostami z uwagi na różnice wartości bazowej. Na spowolnienie dynamiki aktywów finansowych w krajach wysoko rozwiniętych wpłynął także kryzys finansowy z lat 2007-2009. W 2009 r., na skutek umorzenia toksycznych aktywów finansowych oraz wstrzymania akcji kredytowej wywołanej wzmożoną awersją w gospodarce światowej, wystąpił ubytek aktywów finansowych rzędu 16 bln USD, który dotknął przede wszystkim Stany Zjednoczone, Japonię i kraje Europy Zachodniej. Tak wielkich strat, mimo interwencjonizmu państwowego i wsparcia rządowych instytucji dla sektora finansowego, nie udało się powetować w krótkim czasie.

Podobne różnice wystąpiły także w tempie wzrostu sfery realnej krajów wysoko rozwiniętych i rozwijających się zaliczanych do rynków wschodzących. W latach 2000-2010 kraje wysoko rozwinięte, takie jak państwa strefy euro, USA oraz Japonia, odnotowały wzrost nominalnej wartości PKB przeliczonej po oficjalnym kursie na USD średnio po 3,1%, podczas gdy kraje rozwijające się miały czterokrotnie szybsze tempo rozwoju (średniorocznie po 12,0%).

W tej sytuacji relacja między wartością aktywów finansowych a PKB, odzwierciedlająca poziom finansyzacji gospodarki, wzrosła w analizowanym okresie również czterokrotnie. Nie zmienia to jednak faktu, że w 2010 r. rynki kapitałowe były zdominowane przez instytucje finansowe z krajów wysoko rozwiniętych. Należało do nich aż 79% globalnych aktywów finansowych. Pozostałe 21% to portfel aktywów finansowych rynków wschodzących.

Prognozy na lata 2010-2020 zakładają podtrzymanie wysokiego tempa wzrostu wartości aktywów finansowych na rynkach wschodzących oraz postępujące zmiany w strukturze geograficznej, polegające na przepływie aktywów finansowych z krajów rozwiniętych do krajów zaliczanych do grupy *emerging markets*.

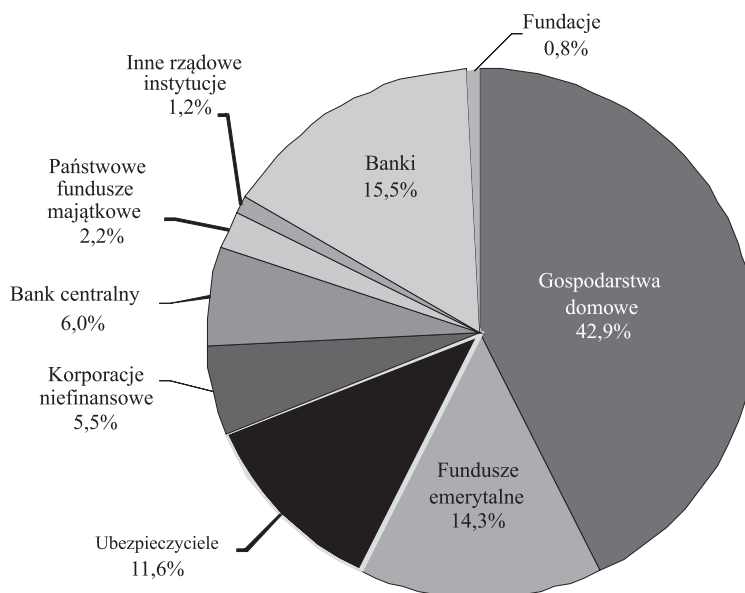
Szacuje się, że w 2020 r. poziom aktywów krajów rozwijających się osiągnie ponad 30% globalnej wielkości aktywów finansowych.



Rys. 2. Geograficzna struktura światowych aktywów finansowych w 2010 r. (w %)

Źródło: *The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape*. McKinsey Global Institute, December 2011, s. 17.

Wartość światowych aktywów finansowych w 2010 r. wyniosła 198 bln USD, z czego prawie połowa (85,2 bln USD) aktywów finansowych znajdowała się w posiadaniu gospodarstw domowych, głównie ze Stanów Zjednoczonych, Europy Zachodniej i Japonii. Ten segment inwestorów zdominował światowe rynki kapitałowe, pozostawiając w tyle banki komercyjne (30,7 bln USD), fundusze emerytalne (28,3 bln USD) oraz ubezpieczycieli (23 bln USD). Wartość aktywów należących do banków centralnych sięga 12 bln USD, co stanowi tylko 6% globalnego kapitału.



Rys. 3. Struktura światowych aktywów finansowych w 2010 r. (w %)

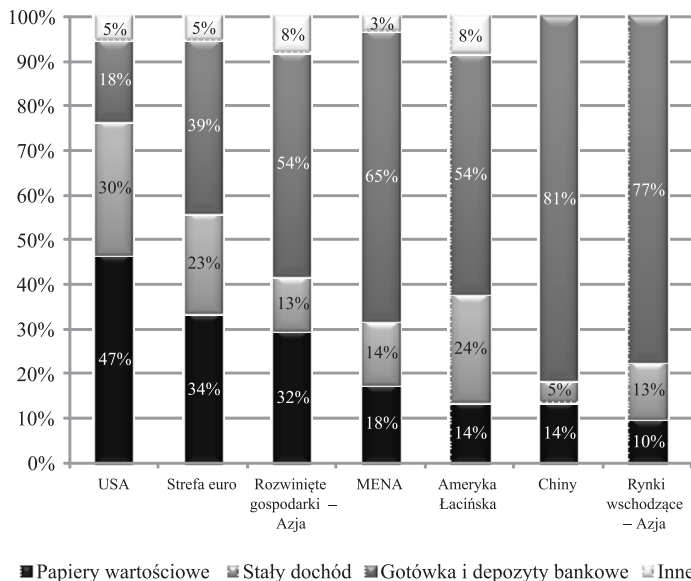
Źródło: Ibid., s. 12.

W krajach zaliczanych do grupy rynków wschodzących, podobnie jak w krajach rozwiniętych, większość aktywów finansowych znajduje się w posiadaniu gospodarstw domowych (9,8% w 2010 r.). Jednakże portfele inwestycyjne wymienionych grup różnią się znacząco, przede wszystkim ze względu na stopień dywersyfikacji posiadanych aktywów finansowych.

Istnieje prawidłowość, która mówi, że im społeczeństwo staje się bardziej zamożne, tym bardziej rośnie jego skłonność do realizowania ponadnormatywnych zysków, przy akceptacji ponoszenia większego ryzyka inwestycyjnego⁴.

Analizując pod tym kątem sytuację w krajach rozwijających się w 2010 r. można stwierdzić, że nasycenie rynku kapitałowego finansowymi instrumentami sekurytyzowanymi jest stosunkowo niskie (Ameryka Łacińska – 14%, kraje MENA – 18%, Chiny – 14%) w porównaniu z krajami rozwiniętymi (Stany Zjednoczone – 47%, kraje strefy euro – 34%).

⁴ L. Guiso, M. Paiella: *Risk Aversion, Wealth, and Background Risk*. „Journal of the European Economic Association” 2000, Vol. 6, Iss. 6, s. 1132.



Rys. 4. Struktura rodzajowa aktywów finansowych wybranych krajów i ich grup w 2010 r. (w %)
 Źródło: Ibid., s. 17.

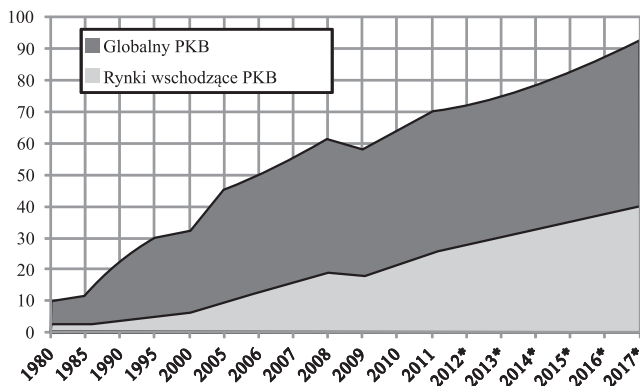
2. Inwestycje finansowe w krajach zaliczanych do grupy *emerging markets*

Dynamiczny wzrost globalnego PKB w ostatnim dwudziestoleciu to w głównej mierze wpływ globalnych korporacji wywodzących się z krajów wysoko przemysłowych, o dojrzałych rynkach finansowych, w szczególności Stanów Zjednoczonych, które pełniły funkcję lokomotywy wzrostu gospodarek krajów rozwiniętych. Od 2005 r. obserwuje się rosnący udział gospodarek krajów zaliczanych do rynków wschodzących (Chiny, Indie, Brazylia) w tworzeniu globalnego PKB. W 2000 r. udział krajów z grupy *emerging markets* w tworzeniu globalnego PKB stanowiło 20,3% (6,5 bln USD), natomiast już w 2010 r. wynosił 34,4% (21,7 bln USD). Według prognoz analityków Międzynarodowego Funduszu Walutowego⁵ udział krajów peryferyjnych w tworzeniu światowego PKB będzie wzrastał i w 2017 r. osiągnie wartość 40,1 bln USD, a więc ponad dwukrotnie więcej (43,3%) niż w 2000 r. Przewidywany wzrost udziału gospodarek wschodzących w tworzenie światowego PKB spowoduje nie tylko zmiany w strukturze

⁵ Por. *Global Financial Stability Report 2010*. International Monetary Fund, September 2011.

geograficznej globalnych aktywów finansowych, lecz również wygeneruje dodatkowy strumień przepływów finansowych, który będzie musiał zostać zagospodarowany przez rynek kapitałowy, zgodnie z wybraną strategią inwestycyjną.

Jak wspomniano wcześniej, portfele inwestycyjne mieszkańców krajów rozwiniętych są silnie zdywersyfikowane, ale pomimo to przeważająca część środków finansowych jest lokowana na rynku akcji (w 2010 r. USA – 42%, Hong Kong – 42%, Wielka Brytania – 29%, Francja – 25%). Na przeciwległym biegunie znajdują się gospodarki krajów rozwijających się, które prowadzą zachowawczą politykę inwestycyjną. Prowadzi ona do zwiększania przewagi depozytów bankowych nad innymi instrumentami finansowymi, w tym akcjami oraz innymi instrumentami w obrocie giełdowym. Zaledwie 15% gospodarstw domowych z krajów rozwijających się lokuje swoje aktywa finansowe w akcjach dopuszczonych do obrotu publicznego. Wśród ekonomistów nie ma zgodności w kwestii dalszego rozwoju wydarzeń. Wydaje się, że starzejące się społeczeństwa krajów rozwiniętych nie będą przejawiać skłonności do dalszego lokowania swoich oszczędności w instrumenty finansowe, tylko wybiorą mniej zyskowne, lecz bezpieczniejsze formy inwestowania, np. w depozyty bankowe. Oczekuje się, że gospodarstwa domowe w krajach rozwijających się zwiększą w przyszłości udział instrumentów finansowych w strukturze swoich portfeli inwestycyjnych, podobnie jak kiedyś uczyniły to Singapur czy Hong Kong. Casus Japonii ostrzega, że taki scenariusz może nie zostać zrealizowany⁶.

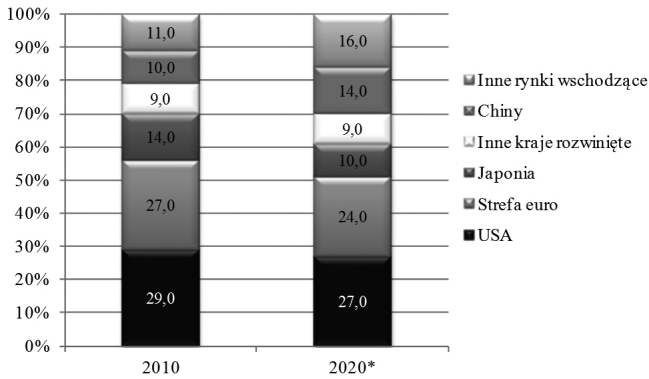


Rys. 5. Produkt krajowy brutto – globalny oraz na rynkach wschodzących (w bln USD)

* Prognoza na lata 2012-2017.

Źródło: *World Economic Outlook 2011*. International Monetary Fund, 2011, s. 83.

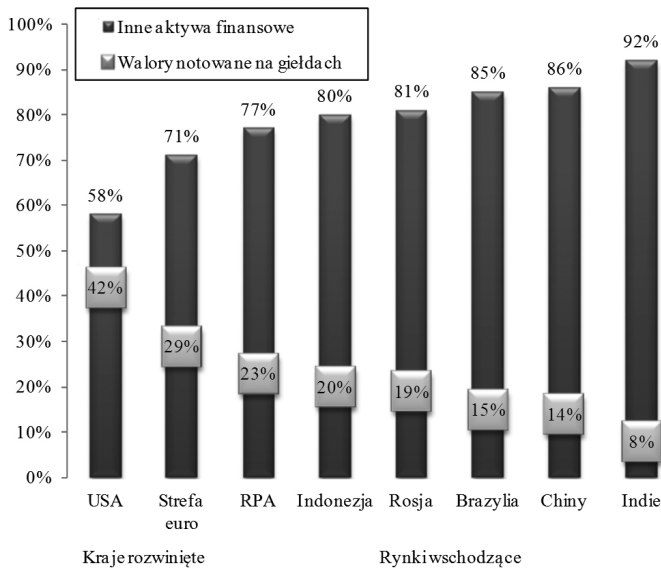
⁶ W 2010 r. Japonia posiadała 10% aktywów finansowych ulokowanych w akcjach spółek giełdowych, w ostatnim dwudziestoleciu udział walorów giełdowych nigdy nie przekroczył 18% całkowitej sumy aktywów finansowych kraju.



Rys. 6. Udział wybranych krajów w strukturze globalnych aktywów finansowych w 2010 r. oraz prognoza na 2020 r. (w %)

* Mierzony na podstawie kursów walutowych z 2010 r.

Źródło: *The Emerging Equity Gap: Growth and Stability...*, op. cit., s. 21.



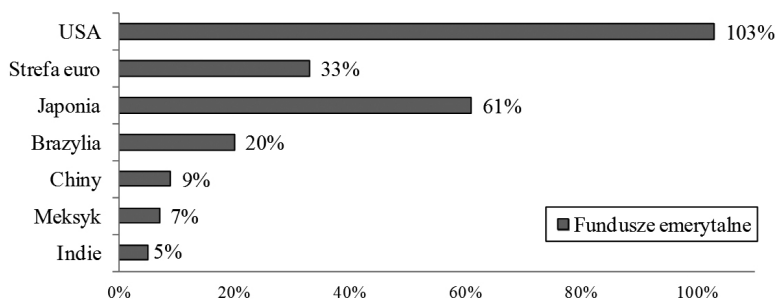
Rys. 7. Aktywa finansowe gospodarstw domowych (w %)

Źródło: *Ibid.*, s. 23.

Większość krajów zaliczanych do grupy gospodarek wschodzących posiada ogromny potencjał wzrostu, jeżeli chodzi o rozwój rynków kapitałowych, występują jednak istotne bariery, które hamują jego rozwój. Do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- niedoświadczone, stosunkowo niedawno powstałe instytucje nadzorujące działalność sektora finansowego, które nie były w stanie w krótkim czasie swojego funkcjonowania zdobyć pełnego zaufania inwestorów,
- ograniczoną liczbę kanałów inwestowania,
- wąską ofertę produktową,
- brak przejrzystych regulacji prawnych, które zachęcałyby inwestorów instytucjonalnych do ekspansji oraz zapewniały stabilność i bezpieczeństwo drobnym akcjonariuszom,
- niedostateczną transparentność wyników spółek oferujących swoje akcje inwestorom.

Obserwuje się również polityczny wymiar ewolucji, jaka występuje na rynkach kapitałowych krajów rozwijających się. Decydenci często nie potrafią oprzeć się pokusie ingerowania, w intencji budowy „idealnej” struktury rynku kapitałowego. Ich inicjatywy wynikają nie tyle ze względu na szczególną dbałość o jego rozwój w wymiarze ekonomicznym, lecz dla osiągnięcia partykularnych interesów politycznych⁷. Niektóre kraje zaliczane do gospodarek wschodzących próbują realizować programy modernizacji, stojące w opozycji do promowania wśród społeczeństwa rozwoju kultury inwestowania na rynkach kapitałowych. Dla przykładu, promowanie dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych gospodarstw domowych może doprowadzić do zmniejszenia ilości kapitału lokowanego w formie depozytów bankowych w państwowych bankach, które wykorzystując pozyskany w ten sposób kapitał finansują potrzeby pożyczkowe rządu⁸.

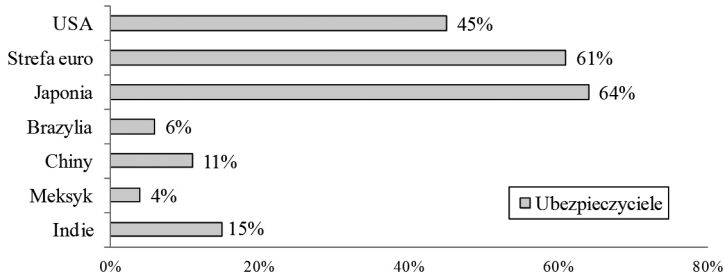


Rys. 8. Aktywa finansowe inwestorów instytucjonalnych (w % PKB)

Źródło: Ibid., s. 26.

⁷ J.F. Lin, X. Sun, Y. Jiang: *Toward a Theory of Optimal Financial Structure*. World Bank Policy Research Working Paper Number 5038, September 2009, s. 185.

⁸ C.E. Walter, F. Howie: *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*. John Wiley & Sons, New York 2011, s. 26.



Rys. 9. Aktywa finansowe inwestorów instytucjonalnych (w % PKB)

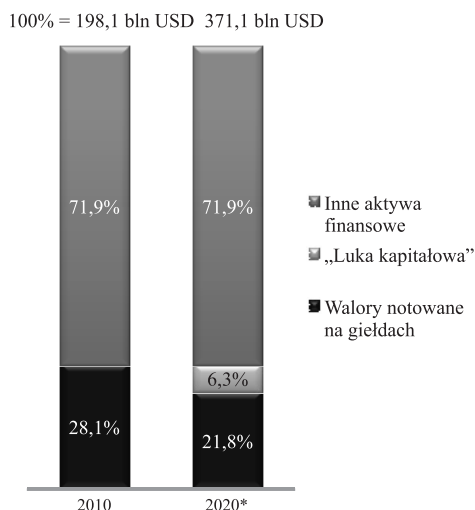
Źródło: Ibid., s. 26.

Niedorozwój rynku kapitałowego w krajach z grupy *emerging markets* to m.in. skutek braku tradycji ubezpieczeniowych. W krajach wysoko rozwiniętych (w szczególności w kontynentalnej Europie Zachodniej) obok podstawowego zaopatrzenia emerytalno-rentowego istnieją różne formy inwestowania z myślą o przyszłej emeryturze. Fundusze inwestycyjne, a w szczególności emerytalne, mają tam wysoki udział w strukturze aktywów finansowych. Porównując funkcjonowanie rynku funduszy emerytalnych oraz ubezpieczeń w krajach rozwiniętych z sytuacją, jaka występuje w krajach zaliczanych do grupy gospodarek wschodzących, należy stwierdzić, że w krajach z grupy *emerging markets* nasycenie tego typu produktami jest niskie, a potencjał wzrostu ogromny, chociażby ze względu na wielkość populacji, takich krajów jak Brazylia, Chiny, Indie czy Meksyk. Wprawdzie w latach 2000-2010 kraje o dojrzałych rynkach finansowych notowały średnioroczną stopę wzrostu aktywów finansowych lokowanych w fundusze emerytalne przez inwestorów instytucjonalnych na poziomie 4-5% PKB, podczas gdy gospodarki wschodzące w tym samym horyzoncie czasowym zanotowały wzrost na poziomie 22-23% PKB, lecz tak wysoki poziom wzrostu był efektem niskiej bazy odniesienia.

W przypadku rynku ubezpieczeń w analogicznym okresie kraje rozwinięte zanotowały średnioroczną stopę wzrostu aktywów finansowych lokowanych w ten rodzaj instrumentów przez inwestorów instytucjonalnych na poziomie 3-4% PKB, podczas gdy kraje rozwijające się w tym samym czasie zanotowały wzrost na poziomie 21-22% PKB. Podobnie jak w przypadku funduszy emerytalnych, wysokie średnioroczne tempo wzrostu było efektem niskiej bazy odniesienia.

Prognozuje się dalszy rozwój rynku funduszy emerytalnych oraz ubezpieczeń w krajach zaliczanych do gospodarek wschodzących, który powinien osiągnąć wielkość udziału w PKB na takim poziomie, jaki jest obecnie charaktery-

styczny dla krajów o dojrzałych rynkach finansowych. Ponadto przewiduje się wzmożone zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych tym segmentem rynku kapitałowego.



Rys. 10. Globalna alokacja aktywów finansowych (w % PKB)

Źródło: Ibid., s. 40.

W wyniku przepływu globalnych aktywów finansowych z krajów rozwiniętych na rynki krajów wschodzących oraz przy założeniu niewielkich zmian zachowań inwestycyjnych gospodarstw domowych z Chin, Indii, Brazylii i innych krajów rozwijających się, przewiduje się, że w najbliższym dziesięcioleciu wystąpi spadek udziału globalnych inwestycji w akcje w inwestycjach w aktywa finansowe ogółem z obecnych 28,1% w 2010 r. do 21,8% w 2020 r. Powstanie *luka kapitałowa* pomiędzy ilością kapitału, który inwestorzy będą chcieli lokować w akcje spółek giełdowych, oraz ilością kapitału potrzebnego firmom do finansowania rozwoju. Wielkość wspomnianej *luki kapitałowej* szacuje się na poziomie aż 12,3 bln USD (6,3% wartości globalnej alokacji aktywów w 2020 r.). Implikacje niedopasowania potrzeb kapitałowych spółek i akcjonariuszy mogą skutkować wystąpieniem poważnych konsekwencji dla gospodarki światowej w przyszłości, chociażby w postaci zahamowania ekspansji spółek, ograniczeniu zysków inwestorów giełdowych oraz negatywnym wpływem na wzrost gospodarczy, zarówno w krajach rozwiniętych, jak też w krajach zaliczanych do rynków wschodzących.

Podsumowanie

Kryzys w strefie euro i spowolnienia wzrostu gospodarczego w pozostałych wysoko rozwiniętych krajach OECD nie zahamują tendencji wzrostu w latynoamerykańskich i azjatyckich krajach rozwijających. Ten czynnik, jak również zmiany w strukturze demograficznej, które skutkują starzeniem się społeczeństw krajów rozwiniętych, pozwalają oczekiwać w nadchodzących latach przeobrażeń globalnego rynku kapitałowego, wywołanych wzrostem rangi społeczeństw krajów Trzeciego Świata. Szybki proces bogacenia się społeczeństw krajów rozwijających się spowoduje zwiększoną skłonność gospodarstw domowych do lokowania kapitału w instrumentach finansowych, także z myślą o zaopatrzeniu emerytalno-rentowym. Jednak aby zachęcić inwestorów z krajów zaliczanych do grupy *emerging markets* do dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych, w których przeważającą część stanowią obecnie depozyty bankowe i inne bezpieczne formy oszczędzania, decydenci muszą stworzyć przyjazne warunki do rozwoju rynków kapitałowych. Wymaga to umocnienia organów nadzoru i wdrożenia wystandaryzowanych procedur i wskaźników oceny standingu finansowego.

DEVELOPMENT AND CHANGE IN THE STRUCTURE OF THE GLOBAL FINANCIAL MARKETS

Summary

Until 15th August 1971 the value of the U.S. dollar was anchored to gold. Facing an emerging currency crisis and the imminent danger that the United States would no longer be able to redeem dollars for gold, gold convertibility was finally terminated by President Nixon. It has begun the process of financialization the global economy. Until the end of XX century this process has concerned mainly developed countries with mature economies, presently it has happened also on emerging markets. In 2010, emerging economies made up for 21 per cent of the global financial assets worth 198 trillion USD. The value of financial assets worldwide is expected to touch 371 trillion USD by 2020, with emerging economies accounting for about one third of the total amount (111 trillion USD). The projected worth of financial assets in 2020 would be nearly double the value of around 198 trillion USD witnessed in 2010. Increase in the share of emerging markets is both a barrier effect of demand for financial products as a consequence of over-saturation of financial

products of developed countries and the growing affluence of the societies of Asia, Latin America, and Central Europe.

The purpose of this article is to present the development of global financial markets and to discuss the progressive process of the structural transformation in the global capital market, caused by the growing importance of the emerging markets.