

Artykuł ukazał się 21 kwietnia 2004 roku w Rzeczpospolitej pt. „Niewykorzystany potencjał. Jaki ma być model rozwój polskiego rynku kapitałowego”

Leszek Pawłowicz

Niewykorzystany potencjał rozwoju polskiego rynku kapitałowego

W styczniu 2004 roku Ministerstwo Finansów przedstawiło do konsultacji projekt strategii rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”. Autorzy projektu rozważają sposoby zwiększenia roli krajowego rynku kapitałowego w alokacji kapitału i finansowaniu rozwoju gospodarczego. Jednym z głównych celów strategii jest rozwój rynku obligacji jako alternatywnego dla kredytów bankowych źródła pozyskiwania kapitału na rozwój przedsiębiorstw. Warto w tym miejscu przypomnieć, że zapotrzebowanie na kapitał pożyczkowy ze strony przedsiębiorstw jest zazwyczaj znacznie wyższe niż na kapitał własny (akcje), stąd też rola kapitału pożyczkowego w finansowaniu działalności gospodarczej jest niewspółmiernie wyższa niż kapitału właścicielskiego.

Cel ten został trafnie zidentyfikowany i stanowi obok niekwestionowanej konieczności rozwoju *venture capital* istotny element proinnowacyjnej wizji przekształcania dotychczasowego mechanizmu alokacji kapitału w kraju. Warto zatem rozważyć długookresowe konsekwencje i możliwości realizacji tego celu w świetle procesów integracji w UE i możliwości podniesienia systemowej konkurencyjności Polski.

Otóż, jeśli realizacja Strategii Lizbońskiej miałaby doprowadzić do uzyskania przewagi konkurencyjnej i takiego wzrostu innowacyjności UE, żeby stała się ona bardziej konkurencyjna niż Stany Zjednoczone, to konieczne jest inne spojrzenie na mechanizmy alokacji kapitału. W Europie mechanizmy te są bardzo zróżnicowane. Znaczna część Europy kontynentalnej wykorzystuje mechanizmy alokacji kapitału przez system bankowy. Rola rynku kapitałowego, a w szczególności rynku obligacji korporacyjnych i *venture capital* jest niewielka (np. w Niemczech korporacyjne papiery dłużne stanowią ok. 3% PKB, a *venture capital* 0,1% PKB). Alokacja kapitału zdominowana przez banki prowadzi jednak do utrwalenia starych struktur gospodarczych. Redystrybucja kapitału pożyczkowego (kredytów) w oparciu o tradycyjny system bankowy, w znacznie większym stopniu niż rynek kapitałowy bazuje na tradycyjnych zabezpieczeniach. Bank musi zabezpieczyć się na jakichś aktywach, a zabezpieczy się wtedy gdy potencjalny kredytobiorca takie aktywa posiada. Najczęściej zaś firmy, które takie aktywa posiadają znajdują się w fazie rozkwitu albo nawet „przekwitu”. Czy zatem sektory gospodarki, będące wiarygodnymi klientami banków z tytułu posiadania aktywów na których można się zabezpieczyć mogą stanowić podstawę dla sensownej, długookresowej proinnowacyjnej alokacji kapitału. Z pewnością nie.

Rynek kapitałowy w znacznie mniejszym stopniu bazujący na tradycyjnych zabezpieczeniach niż system bankowy, jest lepszym mechanizmem alokacji z punktu widzenia stymulowaniu innowacyjności i przewagi konkurencyjnej w dłuższym okresie czasu. Alokacja kapitału via rynek kapitałowy uwzględnia bowiem w znacznie większym stopniu przyszłą efektywność inwestycji, a w znacznie mniejszym wartość zabezpieczeń posiadanych przez kapitałobiorcę.

Dlatego też w Polsce powinniśmy zmierzać do tego, żeby rola rynku kapitałowego w zakresie alokacji kapitału rosła w stosunku do roli systemu bankowego. „Agenda Warsaw City 2010” zakłada wzrost znaczenia rynku obligacji w stosunku do rynku kredytowego. Przyjęto optymistycznie założenia, że wzrost PKB będzie wynosił średnio 5% rocznie i że krajowy

rynek korporacyjnych papierów dłużnych będzie rozwijał się znacznie szybciej niż wzrost PKB.

**Tablica 1. Projekcja wzrostu rynku papierów dłużnych w okresie 2003 – 2010
w strategii rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”**

lata	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PKB w mld zł	800	840	882	931	984	1033	1084	1139
Wartość rynku papierów dłużnych w mld zł	16	21	27	37	49	62	76	91
Udział emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw w PKB w %	2	2,5	3	4	5	6	7	8

Źródło: *Strategia rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”*, Ministerstwo Finansów, styczeń 2004

Jednocześnie stwierdza się, że zagrożeniem tego procesu może być otwarcie na zagraniczne rynki finansowe i poszukiwanie przez przedsiębiorstwa finansowania poza granicami kraju. Zagrożenie to oceniane jest jako niewielkie ponieważ „potrzeby kredytowe zgłaszane przez polskie przedsiębiorstwa w postaci emitowanych papierów dłużnych nie są na tyle duże, żeby wzbudzić zainteresowanie na międzynarodowych rynkach finansowych i w ciągu najbliższych kilku lat będą kierowane wyłącznie na rynek krajowy” („Agenda Warsaw City 2010” s. 30).

Tak jednak nie jest. Najlepiej ilustruje to struktura zadłużenia polskich przedsiębiorstw w ostatnich latach uwzględniająca podział na zadłużenie zagraniczne i krajowe.

Generalnie od czterech lat obserwujemy stagnację w zakresie aktywności kredytowej banków krajowych w obszarze tzw. złotych kredytów korporacyjnych i umiarkowaną aktywność w obszarze kredytów walutowych. Ilustruje to tablica 2.

**Tablica 2. Należności monetarnych instytucji finansowych od przedsiębiorstw
w latach 2000 – 2003 (w mld zł)**

lata	2000	2001	2002	2003
należności od przedsiębiorstw				
Należności złotowe w mld zł	89	91	91	89
Należności walutowe w mld zł	32	34	36	41
Razem	121	125	127	130

Źródło: NBP

Stagnacji na krajowym rynku kredytów korporacyjnych towarzyszy natomiast znaczna dynamika zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw krajowych. Ilustruje to tablica 3.

Tablica 3. Zadłużenie zagraniczne sektora pozarządowego i pozabankowego w latach 2000 – 2003 (w mld zł)

rodzaj zadłużenia zagranicznego \ lata	2000	2001	2002	2003 stan na koniec III kw.
Kredyty inwestorów bezpośrednich	37	41	46	50
Dłużne papiery wartościowe w posiadaniu zagranicznych inwestorów portfelowych	14	17	16	18
Pozostałe (kredyty, pożyczki, pozostałe pasywa)	73	84	95	112
Razem	124	142	157	180

Źródło: NBP

Od roku 2000 łączne zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw jest wyższe od wolumenu kredytów korporacyjnych udzielonych przez banki krajowe, a skala substytucji zadłużenia krajowego przez zagraniczne rośnie. Przedsiębiorstwa korzystające z kredytów zagranicznych mają zazwyczaj lepszy standing, co z kolei nie pozostaje bez wpływu na jakość portfela kredytowego banków krajowych (lepsi kredytobiorcy uciekają). Faktem jest, że występuje silna koncentracja zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw. Ponad 50% zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw skoncentrowana jest w pięćdziesięciu przedsiębiorstwach, które z uwagi na swoją pozycję rynkową, a także w pewnej części z powodu posiadania inwestorów strategicznych, mają łatwiejszy dostęp do zagranicznych rynków finansowych.

Wydaje się, że proces substytucji zadłużenia krajowego przez zagraniczne wynikał w analizowanym okresie głównie z czterech powodów:

- po pierwsze, różnice w krajowych i zagranicznych stopach procentowych powodowały, że krajowy kredyt był znacznie droższy niż zagraniczny,
- po drugie, stopniowa aprecjacja złotówki utrwalała przekonanie o niskim ryzyku kursowym,
- po trzecie, krajowe banki, finansujące bez ryzyka sektor rządowy nie wykazywały dostatecznej aktywności w sferze kredytu korporacyjnego, tym bardziej, że analizowany okres był okresem dekonunktury gospodarczej w Polsce,
- po czwarte, krajowy rynek obligacji, jako alternatywne dla kredytów źródło pozyskiwania kapitału jest w Polsce niedorozwinięty (w szczególności zaś publiczny rynek obligacji).

Pierwsze dwa powody substytucji zadłużenia krajowego przez zagraniczne tracą obecnie na znaczeniu, ostatnie dwa być może również. Warto sobie zadać przede wszystkim pytanie czy substytucja zadłużenia krajowego przez zagraniczne jest dla Polski korzystna czy też nie?

Odpowiedź nie jest jednoznaczna i zależy od spójności wewnętrznej polityki gospodarczej, w tym również logiki strategii rozwoju krajowego rynku kapitałowego. Polska jest i długo jeszcze będzie importerem netto kapitału, ale z drugiej strony szybko rosną kapitały krajowych inwestorów instytucjonalnych, szczególnie funduszy emerytalnych i inwestycyjnych. Razem stanowią one obecnie ok. 80 mld zł. tj. jedynie ok. 40% zadłużenia zagranicznego krajowych przedsiębiorstw i ok. 20% zadłużenia zagranicznego Polski ogółem.

W tym świetle obawa, że w perspektywie najbliższych lat fundusze emerytalne spowodują nadmierny wzrost strony popytowej na krajowym rynku kapitałowym dotyczy sytuacji, w

której zachowane jest obecne *status quo* w zakresie administracyjnych ograniczeń inwestowania w połączeniu z procesem substytucji zadłużenia krajowego przez zagraniczne. Oba te czynniki łącznie niszczą wewnętrzną logikę systemu i muszą spowodować zniekształcone wyceny wartości spółek, bąbel cenowy na GPW i kryzys krajowego rynku kapitałowego. Zazwyczaj protekcyjny sposób myślenia przekłada się na regulacje niszczące logikę systemową. I tak jeśli zgodzimy się, że „celem Strategii jest stworzenie warunków, które spowodują, że nadwyżki krajowego kapitału nie będą inwestowane za granicą (...) i że (...) dotyczy to w szczególności środków przyszłych polskich emerytów zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych” („Agenda Warsaw City 2010” s. 4) to zachęcanie emitentów zagranicznych do notowania swoich walorów na GPW w Warszawie nie służy realizacji tego celu, ponieważ zakup ich akcji przez OFE jest tożsamy z inwestowaniem za granicą. Z drugiej strony brak możliwości zakupu przez OFE papierów wartościowych emitowanych przez polskie podmioty na rynkach zagranicznych pogłębia tę paradoksalną sytuację, ponieważ oznacza ograniczenie możliwości finansowania przez OFE dobrych krajowych przedsiębiorstw zadłużających się za granicą.

Wyjścia są dwa: albo szybko zliberalizować działalność funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, likwidując ograniczenia w inwestowaniu za granicą, albo szybko rozwijać krajowy rynek obligacji i zahamować proces substytucji zadłużenia krajowego przez zagraniczne, umożliwiając funduszom emerytalnym nie tylko inwestowanie w *venture capital* (co nie podlega dyskusji), ale również w obligacje korporacyjne. W tym świetle, zakładane tempo rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce w strategii rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010” jest dalece niewystarczające, mimo optymistycznych założeń. Skala zadłużenia zagranicznego polskich przedsiębiorstw, wielokrotnie przewyższająca możliwości inwestycyjne krajowych funduszy emerytalnych i inwestycyjnych stanowi bowiem miarę potencjalnego popytu na krajowym rynku papierów dłużnych. Warto w tym miejscu rozważyć, czy nie lepiej byłoby dla wsparcia mechanizmu alokacji kapitału w Polsce zmierzać do modelu brytyjskiego, czy amerykańskiego, gdzie obligacje korporacyjne stanowią ok. 20% PKB, a nie 8% jak średnio w UE, co oczywiście będzie wymagało czasu.

Proces deprecjacji złotówki, konwergencji krajowych i zagranicznych stóp procentowych, a także wzrost ryzyka kursowego sprzyjają obecnie rozwojowi krajowego rynku papierów dłużnych, ponieważ zniechęcają do dalszego zadłużania się przedsiębiorstw za granicą.

Otwarte pozostaje pytanie czy polityka gospodarcza i realizacja „Agendy Warsaw City 2010” będą umożliwiały wykorzystanie tego potencjału, czy sytuacja rynku kapitału dłużnego w przyszłości będzie nadal przykładem kosztów utraconych szans dla rozwoju krajowego rynku kapitałowego.

Autor jest wiceprezesem Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową
Tekst powstał w ramach prac Polskiego Forum Strategii Lizbońskiej
zob. więcej www.strategializbonska.pl