

# EUROPEJSKA INTEGRACJA MONETARNA od A do Z



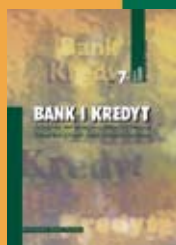
7

lipiec 2008

Mirosław Kachniewski

## Wspólny pieniądz a integracja rynków finansowych

- Euro
- Integracja rynków finansowych
- Konkurencja na rynkach finansowych
- Wprowadzenie euro a polski rynek finansowy





**MIROSŁAW KACHNIEWSKI**

adiunkt w Katedrze Finansów Międzynarodowych SGH  
pracownik Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

# Wspólny pieniądz a integracja rynków finansowych

## 1. WSTĘP

Wprowadzenie wspólnej waluty wydawało się niepowtarzalną okazją do integracji rynków finansowych w ramach Unii Europejskiej. Aby wesprzeć ten proces, opracowano specjalny plan działań na rzecz rozwoju usług finansowych – Financial Services Action Plan (FSAP). Spójne prowadzenie tych działań pozwoliło na dalszą integrację rynków finansowych UE.

Poniżej przedstawiona została historia tworzenia wspólnej waluty, wpływ jej wprowadzenia na poszczególnych uczestników i poszczególne segmenty rynku finansowego, a także możliwy wpływ przyjęcia euro na polski rynek finansowy.



## 2. POWSTANIE WSPÓLNEJ WALUTY W UNII EUROPEJSKIEJ

Wprowadzenie wspólnej waluty w Unii Europejskiej postrzegane jest jako bezprecedensowe rozwiązanie, rewolucjonizujące rynki finansowe. Warto jednak wspomnieć, że historycznie ludzkość przez tysiąclecia posługiwała się wspólnym pieniądzem. Od czasu wynalezienia pieniądza przez Lidyjczyków (VII w. p.n.e.<sup>1</sup>) aż do I wojny światowej na całym świecie lub w jego dużej części obowiązywała waluta oparta na złocie (w Europie) lub srebrze (w Azji). W XVII w., w związku z niewystarczającą ilością kruszcu w Europie, wprowadzono system oparty jednocześnie na złocie i srebrze (tzw. bimetalizm).

System ten musiał prędzej czy później upaść ze względu na jego wewnętrzną sprzeczność wynikającą ze stałej relacji między wartością obu kruszców w ujęciu monetarnym a zmienną relacją między wartością kruszców jako surowców<sup>2</sup>. Udało się jednak doprowadzić do wprowadzenia wspólnej waluty. W ramach Łacińskiej Unii Monetarniej powstałej w 1865 r. ujednolicone zostały monety wybijane w poszczególnych krajach, ale bez ingerencji w ich systemy monetarne. Monety wybijane w poszczególnych krajach były jednakowe pod względem zawartości kruszcu, ale każdy kraj zachował własną walutę – na monetach tych były głowy różnych władców, różne były nazwy walut, a nawet nominały.

Niestety, upadek bimetalizmu pod koniec XIX w. przerwał rozwój wspólnej waluty w ramach Łacińskiej Unii Monetarniej. Zaczął jednak obowiązywać system waluty złotej, w którym waluty były wymienne na złoto, a zatem bardzo łatwo można było obliczać wartość jednej waluty w odniesieniu do drugiej (poprzez porównanie zawartości złota w jednostce waluty danych

<sup>1</sup> Por. Sedillot (2002, s. 54). Wg W. Morawskiego (2002, s. 18) wynalazek monety miał miejsce blisko pół wieku później, tj. około 635 r. p.n.e. Z kolei J. Bilski (2006, s. 98) datuje powstanie pierwszych monet na około 1000 r. p.n.e.

<sup>2</sup> W systemie bimetalicznym w celu zapewnienia odpowiedniej podaży pieniądza do obiegu wprowadzone były jednocześnie monety złote i srebrne. Jedne i drugie miały – oczywiście – sztywno określony nominal. Taki system mógł zatem funkcjonować prawidłowo tylko w sytuacji, kiedy relacja wartości rynkowej obu kruszców była stabilna i zbliżona do relacji odzwierciedlonej w wybitych monetach. Kiedy relacja wartości rynkowej złota i srebra zaczęła się zmieniać, z obiegu znikły monety złote lub srebrne (zgodnie z prawem Kopernika-Greshama), powodując niedobór pieniądza w obiegu.



krajów). Dopiero okres międzywojenny charakteryzował się dużą rozbieżnością systemów walutowych i ograniczeniem wymienialności walut, co doprowadziło do zwiększenia (czy wręcz do powstania) ryzyka kursowego.

Dlatego jeszcze przed zakończeniem II wojny światowej 22 lipca 1944 r. powstał nowy system walutowy, który miał uchronić świat przed katastrofalnymi skutkami rozchwiania kursów walutowych, które nastąpiło po I wojnie światowej. Nowy system, nazwany systemem dewizowo-złotym lub systemem z Bretton Woods, oparty był na powiązaniu walut poszczególnych krajów z dolarem amerykańskim (przy bardzo wąskim limicie dopuszczalnych odchyłeń: +/-1%), w związku z czym był to system zbliżony do obowiązywania jednej, światowej waluty. Dopiero upadek systemu z Bretton Woods doprowadził do ponownego wzrostu zmienności kursów, co było zarówno przyczyną, jak i skutkiem integracji monetarnej krajów Europy Zachodniej<sup>3</sup>.

Początków integracji walutowej krajów Europy Zachodniej można się doszukiwać już w Traktacie Rzymskim, w którym zawarto zapisy dotyczące liberalizacji przepływów kapitałowych i koordynacji polityki kursowej państw członkowskich EWG<sup>4</sup>. Za pierwsze kroki do realizacji tego celu można uznać powołanie w 1959 r. Europejskiej Unii Płatniczej, ale najważniejsze działania mające na celu przygotowanie do wprowadzenia wspólnej waluty miały się rozpocząć 10 lat później. W grudniu 1969 r. na szczycie w Hadze EWG podjęła decyzję o „zmiernaniu w kierunku unii gospodarczej i walutowej”. Rok później opracowany został tzw. Raport Wenera, przewidujący wprowadzenie unii monetarnej do 1980 r.

Niestety, upadek systemu z Bretton Woods opóźnił wprowadzenie wspólnej waluty o przynajmniej 2 dekady<sup>5</sup>. Nie powiodły się próby ustalenia nowych

---

<sup>3</sup> Z jednej strony zwiększona zmienność kursów walutowych po upadku systemu z Bretton Woods wzmagała dążenia do stabilizacji walutowej, w tym do utworzenia wspólnej waluty. Z drugiej strony właśnie dążenie do integracji walutowej krajów Europy Zachodniej mogło być bezpośrednią przyczyną upadku systemu z Bretton Woods. Szerzej kwestia ta została wyjaśniona w przypisie 5.

<sup>4</sup> Por. Traktat Rzymski, art. 104–109, <http://eur-lex.europa.eu/pl/treaties/dat/11957E/word/11957E.doc>

<sup>5</sup> Mundell (2003) zdaje się sugerować, że podjęcie przez USA decyzji o zaprzestaniu wymienialności dolara na złoto (co przyspieszyło upadek systemu z Bretton Woods) mogło wynikać m.in. z chęci utrudnienia integracji walutowej krajów Europy Zachodniej, gdyż zagroziłaby ona hegemonii dolara.



relacji kursowych i ustanowienia wspólnej polityki zmian kursów walut EWG względem dolara. Dopiero na początku lat 90. ustalono szczegółowe warunki tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), a wprowadzenie wspólnej waluty nastąpiło w 2002 r. Drogę do integracji walutowej szerzej przedstawiono w numerze 3/2008 „Banku i Kredytu” (Latoszek 2008).

Zgodnie z Traktatem z Maastricht do strefy euro mogły przystąpić jedynie te kraje, które spełniły określone kryteria, zwane kryteriami konwergencji. Kryteria te dotyczą przede wszystkim stabilizacji monetarnej (mierzonej odpowiednio niskim poziomem inflacji i stóp procentowych) oraz budżetowej (mierzonej odpowiednio niską relacją długu publicznego i deficytu budżetowego do PKB), a także stabilizacji walutowej (mierzonej odpowiednio niską zmiennością kursu walutowego). Jednoczesne spełnienie tych kryteriów może być bardzo trudne, przez co wiele krajów zmierzyło się z zaburzeniami funkcjonowania ich gospodarek na etapie dążenia do przystąpienia do strefy euro lub bezpośrednio po przystąpieniu. Zaburzenia te są o tyle istotne, że mogą wypaczać wyniki badań empirycznych dotyczących wpływu wprowadzenia euro na integrację rynków finansowych.



## **3. WPŁYW EURO NA INTEGRACJĘ RYNKÓW FINANSOWYCH**

### **3.1. WZROST KONKURENCJI NA RYNKACH FINANSOWYCH**

Wprowadzenie wspólnej waluty wpływa na integrację każdego rynku – towarów, usług, pracy, a także rynku finansowego. Dzięki wyrażeniu ceny we wspólnej walucie eliminowane jest ryzyko kursowe, a także możliwe jest bezpośrednio porównywanie cen na poszczególnych rynkach. Czynniki te wzmagają konkurencję, dają większe możliwości realizacji korzyści skali, przez co przyczyniają się do zwiększenia efektywności i szybszego wzrostu gospodarczego.

Powyższe czynniki będą oddziaływać tym silniej, im większa będzie porównywalność przedmiotu obrotu na danym rynku i im większa będzie



możliwość nabywania przedmiotu obrotu na odległość. Jeśli w jednym kraju uprawiane są kartofle, a w drugim buraki, to wprowadzenie wspólnej waluty nie wpłynie na wzrost konkurencji na tych rynkach, gdyż nie są to dobra porównywalne. W przypadku rynków finansowych jest inaczej – notowane instrumenty: akcje, obligacje czy instrumenty pochodne, mogą być prawie idealnie porównywalne (jeśli zostaną zastosowane wspólne standardy). Na rynkach finansowych UE wspólne standardy wprowadzone zostały w połowie lat 90. Ponieważ nie doprowadziło to do osiągnięcia oczekiwanego poziomu integracji rynków, w 1999 r. opracowano nową koncepcję działań regulacyjnych mających na celu realizację tego celu – Financial Services Action Plan (FSAP)<sup>6</sup>. Zbieżność terminów wdrożenia FSAP i wprowadzenia wspólnej waluty była w pełni zamierzona. Ideą było wzajemne wspomaganie procesu integracji rynków finansowych<sup>7</sup>.

Również nabywanie przedmiotu obrotu na odległość nie stanowi istotnego problemu na rynkach finansowych. O ile wprowadzenie euro nie wpływa bezpośrednio na wzrost konkurencji np. na rynku usług czyszczenia butów (podobnie jak wiele innych usług muszą być świadczone w pobliżu lub wręcz w obecności konsumenta), o tyle wspólna waluta obejmująca wiele rynków finansowych musiała doprowadzić i doprowadziła do bardzo istotnego wzrostu konkurencji. Beneficjentami tej konkurencji są inwestorzy<sup>8</sup> (mogą wybierać spośród szerszej palety instrumentów i rynków bez ponoszenia ryzyka walutowego), o których muszą zabiegać giełdy i pośrednicy (oferujący jak najlepsze warunki zawierania transakcji), a także emitenci papierów wartościowych (oferujący jak najwyższe stopy zwrotu).

### 3.1.1. Konkurencja pomiędzy giełdami

Konkurencja giełd to przede wszystkim oferowanie dobrych „towarów” i korzystnych warunków ich zakupu. Dla inwestorów najlepszym „towarem” będą instrumenty finansowe przynoszące jak najwyższą stopę zwrotu. W związku z tym, że nikt nie jest w stanie przewidzieć, jakie to będą in-

<sup>6</sup> Szerzej kwestia ta została przedstawiona w odrębnej publikacji autora (Kachniewski 2004).

<sup>7</sup> Jednoczesne wprowadzenie wspólnej waluty i reformy regulacyjnej zmierzającej do integracji rynków finansowych było jak najbardziej słuszne. Należy jednak zauważyć, że utrudnia to (lub wręcz uniemożliwia) empiryczną weryfikację wpływu każdego z tych czynników z osobna na proces integracji rynków finansowych.

<sup>8</sup> Należy dodać, że wzrost konkurencji na małych rynkach może ograniczać ich rozwój, a przez to być niekorzystny dla wszystkich uczestników rynku i całej gospodarki (Kachniewski 2005).



strumenty, poszczególne giełdy mają bardzo bogatą ofertę: od obligacji skarbowych (przynoszących niskie, ale stosunkowo bezpieczne dochody), poprzez akcje renomowanych przedsiębiorstw, akcje mniej renomowanych przedsiębiorstw, aż po instrumenty pochodne (charakteryzujące się największą potencjalnie stopą zwrotu ze względu na efekt tzw. dźwigni finansowej, ale wiążące się z ryzykiem utraty całości zainwestowanego kapitału). W ostatnich latach z powodu rosnącej konkurencji pomiędzy rynkami oferta ta wzbogaciła się o jeszcze jeden rodzaj instrumentów: akcje młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw, które nie przynoszą jeszcze zysków (lub nawet przychodów). Giełda londyńska utworzyła dla takich spółek rynek AIM, sojusz giełd skandynawskich powołał rynek First North, a giełda warszawska – rynek New Connect<sup>9</sup>.

Drugim elementem istotnym dla stopy zwrotu jest płynność notowanych instrumentów, czyli możliwość dokonywania transakcji bez wpływania na ich cenę. Nawet jeśli kurs danego instrumentu wzrasta, ale jego sprzedaż bez obniżania ceny nie jest możliwa, wówczas atrakcyjność inwestycji spada. Znaczenie płynności jest tym większe, im większych inwestorów to dotyczy, gdyż dysponują oni większymi środkami i ich transakcje mogą silniej wpływać na rynek. Z kolei im więksi inwestorzy, tym większe ich znaczenie dla rynku – dlatego płynność jest jednym z najważniejszych aspektów konkurowania giełd o inwestorów. Konkurencja ta może się odbywać poprzez dopuszczanie do notowań instrumentów dających perspektywę jak największego obrotu (np. poprzez wymogi dotyczące rozproszenia, czyli minimalnej liczby właścicieli danych instrumentów) lub poprzez wymuszanie sztucznego utrzymania płynności (np. przez zaangażowanie animatorów, czyli domów maklerskich zobowiązanych do podawania kwotowań kupna i sprzedaży).

Oferowanie korzystnych warunków zakupu to przede wszystkim możliwość zawarcia transakcji w jak najszerszym przedziale czasowym i przy dopuszczeniu jak największej liczby bezpośrednich uczestników rynku. Pierwszy z tych elementów jest niezwykle istotny ze względu na skoncentrowanie największych „barometrów” gospodarki światowej w trzech regionach geograficznych: Azji Południowo-Wschodniej, Europie i Ameryce Północnej. Decyzja inwestycyjna często podejmowana jest na podstawie informacji z innych rynków, przez co niezwykle istotne jest, aby godziny sesji w po-

<sup>9</sup> Warto nadmienić, że rynki te powstały jako nieregulowane i była to pewnego rodzaju „ucieczka” poza regulacje UE (Kachniewski 2007).



szczególnych obszarach „zachodziły” na siebie. Im dłuższy jest ten czas wspólnego notowania na różnych rynkach, tym bardziej komfortowo czują się inwestorzy. W szczególnej sytuacji są giełdy europejskie, na których czas wspólnego notowania dotyczy zarówno końca notowań w Azji, jak i początku notowań w USA. Giełdy te muszą konkurować o inwestorów, rozpoczynając sesje notowań coraz wcześniej, a kończąc coraz później.

Uatrakcyjnienie oferty dzięki zwiększaniu liczby bezpośrednich uczestników rynku jest istotne, gdyż wzmacnia konkurencję oraz – co wydaje się nawet ważniejsze – umożliwia dokonywanie transakcji na zagranicznych rynkach za pośrednictwem „swojego” maklera. Daje to duży komfort zawarcia transakcji, gdyż nie wymaga dodatkowych zabiegów ze strony inwestora ani ponoszenia ryzyka (i kosztów) dodatkowego pośrednictwa. W związku z powyższym dynamicznie rozwija się instytucja tzw. zdalnego członka giełdy (ang. *remote member*), czyli domu maklerskiego, który fizycznie nie prowadzi działalności na terytorium danego kraju, jednak jest bezpośrednim uczestnikiem giełdy i ma prawo do zawierania na niej transakcji. Jest to rozwiązanie łatwe i tanie, ponieważ dzięki obowiązującej w UE zasadzie „pojedynczego paszportu” (ang. *single passport*) dom maklerski, który otrzymał licencję od macierzystego organu nadzoru, może świadczyć usługi objęte tą licencją na terenie całej Unii.

Innym ważnym aspektem dostępności giełd jest niezawodność systemu notowań i rozliczeń transakcji. Nie jest to jednak głównym przedmiotem walki konkurencyjnej – bynajmniej nie dlatego, że kwestie te nie są istotne, ale dlatego że są one oczywistym elementem rozwiniętego rynku kapitałowego.

Konkurencję dodatkowo wzmacnia integracja giełd na poziomie ponadnarodowym. Powoduje to wzrost dysproporcji pomiędzy poszczególnymi rynkami i coraz bardziej utrudnia prowadzenie działalności przez małe giełdy. Ze względu na znaczne różnice pomiędzy poziomem rozwoju rynków w poszczególnych krajach najmniejsze z nich nie będą miały szans na rozwój (Kachniewski 2005). Problem jest istotny, ponieważ ograniczałoby to rozwój ich gospodarek, a w konsekwencji zwiększałoby wartość funduszy strukturalnych UE koniecznych do wyrównania poziomu rozwoju gospodarczego.





## 3.1.2. Konkurencja pomiędzy pośrednikami

Jak wspomniano, realizacja Financial Services Action Plan doprowadziła do pełnej swobody świadczenia usług finansowych (w tym inwestycyjnych) na terenie całej UE. W połączeniu z wprowadzeniem wspólnej waluty oraz z integracją giełd na poziomie ponadnarodowym spowodowało to wzrost konkurencji pomiędzy domami maklerskimi. Wolę świadczenia usług inwestycyjnych w Polsce notyfikowało prawie 1000 zagranicznych instytucji (prawie 800 przedsiębiorstw inwestycyjnych i 160 instytucji kredytowych), co oznacza, że praktycznie w każdej chwili mogą zacząć świadczyć usługi w Polsce. Z kolei notyfikacje polskich przedsiębiorstw za granicą były nieliczne (zaledwie 54 polskie instytucje mogą świadczyć usługi inwestycyjne). Jeśli nawet weźmiemy pod uwagę, że duża część podmiotów zagranicznych dokonała notyfikacji raczej w celu poszerzenia swojej oferty niż mając na względzie konkretne zaangażowanie na polskim rynku, to wzrost konkurencji wynikający ze wzrostu zainteresowania polskim rynkiem po przyjęciu euro może być istotny. Obecnie na warszawskiej giełdzie działa 19 zdalnych członków (w porównaniu z 27 krajowymi domami maklerskimi) i zarówno ich liczba, jak i udział w obrotach szybko rośnie.

## 3.2. ZMIANY NA POSZCZEGÓLNYCH SEGMENTACH RYNKU FINANSOWEGO W ZWIĄZKU Z WPROWADZENIEM WSPÓLNEJ WALUTY

### 3.2.1. Rynek instrumentów dłużnych

O ile poszczególne rynki muszą się zmierzyć z podobną ofertą innych giełd, a szczególnie pośrednicy z zaangażowaniem na rynku krajowym podmiotów zagranicznych, o tyle emitenci papierów wartościowych – jako podmioty bezpośrednio rywalizujące o kapitał – po wprowadzeniu euro muszą sprostać najostrzejszej konkurencji spośród wszystkich uczestników rynku. Wzrost konkurencji był tym większy, im bardziej umiędzynarodowione było zawieranie transakcji danym instrumentem finansowym i im bardziej porównywalny w skali międzynarodowej był sam instrument. Jest zatem cał-



kiem zrozumiałe, że wzrost konkurencji najbardziej zaznaczył się na rynku obligacji (zwłaszcza obligacji skarbowych, które były przedmiotem obrotu międzynarodowego już przed wprowadzeniem euro). Instrumenty te bowiem poddają się precyzyjnej obróbce matematycznej w trzech obszarach: ile dostaniemy pieniędzy (czyli jakie jest oprocentowanie lub inny dochód z obligacji), kiedy je dostaniemy (czyli ile czasu pozostało do wykupu) oraz czy w ogóle je dostaniemy (czyli jakie jest prawdopodobieństwo niewywiązania się emitenta ze zobowiązań, mierzone najczęściej ratingiem). Dzięki wykorzystaniu matematyki finansowej możliwe jest porównywanie obligacji o różnym oprocentowaniu, terminie do wykupu i ratingu. Powoduje to, że w przypadku tego instrumentu wzrost konkurencji był największy.

## **Obligacje korporacyjne**

Istnieją dwie możliwości zwiększenia zysków z inwestycji w obligacje: zmiana okresu wykupu obligacji (najczęściej wydłużenie okresu wykupu będzie się wiązać z podniesieniem nominalnej stopy oprocentowania) lub zwiększenie ryzyka (czyli nabycie obligacji o niższym ratingu, ale oferujących większy zysk). Na skalę międzynarodową pierwsza z nich mogła być stosowana przed wprowadzeniem euro (ale w ograniczonym zakresie z powodu niskiej płynności), druga natomiast w praktyce nie istniała, gdyż nie było odpowiednio dużych emisji obligacji innych niż skarbowe<sup>10</sup>.

Dopiero wprowadzenie euro umożliwiło pozyskiwanie kapitału w różnych krajach w tej samej walucie. Przedsiębiorstwa szybko to wykorzystały, przeprowadzając oferty obligacji. Dzięki korzyściom skali istotnie spadły koszty przeprowadzanych emisji. Wcześniej – z powodu segmentacji rynku na poszczególne waluty – pożyczkobiorcy byli zmuszeni do wyboru waluty, a w konsekwencji zarządzających, którzy lokowali w tych walutach, co przyczyniało się do wzrostu kosztów i stwarzało większe bariery wejścia na rynek. Dla zilustrowania tego problemu warto nadmienić, że opłaty za gwarantowanie emisji obligacji (*underwriting*) dla emisji w walutach składowych przed powstaniem euro były dwa razy wyższe niż w dolarowym segmencie rynku (Galati, Tsatsaronis 2001).

Wprowadzenie euro pozwoliło na skierowanie jednej emisji do większej grupy inwestorów. Przyczyniło się do ograniczenia kosztów prac analitycz-

<sup>10</sup> Pojawiały się wprawdzie także obligacje dużych instytucji finansowych, niemniej ze względu na bardzo wysoki rating oferowały podobny zysk jak obligacje skarbowe.



nych poprzedzających decyzje o inwestowaniu (gdyż decyzje inwestycyjne zaczęły być podejmowane jednorazowo w odniesieniu do większych kwot, a więc proces decyzyjny stał się relatywnie tańszy) i marketingowych (promowanie jednej dużej emisji w jednej walucie stało się tańsze niż promowanie kilku mniejszych ofert w kilku walutach). Ponadto, dzięki zwiększeniu skali emisji inwestycje stały się na tyle duże, że udziałem w ich przygotowywaniu zainteresowały się banki amerykańskie. Konkurencja z ich strony była kolejnym czynnikiem ograniczającym koszty emisji obligacji korporacyjnych w ramach strefy euro (Galati, Tsatsaronis 2001). Dzięki powyższym procesom rynek obligacji korporacyjnych zaczął się dynamicznie rozwijać – udział procentowy emisji obligacji korporacyjnych denominowanych w euro w obligacjach nie-skarbowych podwoił się w latach 1995–2000 (Peree, Steinherr 2001).

Euro stało się bardzo popularne jako waluta denominowania długu. W okresie od sierpnia 1998 r. do listopada 1999 r. pożyczkobiorcy z sektora prywatnego z 11 krajów należących do UGW denominowali w euro 75% swojego długu (a w okresie od stycznia 1990 do lipca 1998 tylko 10% w walutach składowych); dla pożyczkobiorców spoza strefy euro wartości te wynosiły odpowiednio 21% i 2% (Galati, Tsatsaronis 2001). Przeciętny miesięczny obrót najbardziej popularnymi obligacjami korporacyjnymi wzrósł o połowę pomiędzy rokiem 1998 a 2000. W tym samym czasie nie dało się zauważyć podobnych zmian na rynku obligacji denominowanych w dolarach (Galati, Tsatsaronis 2001).

## **Obligacje skarbowe**

Oprócz rozwoju obligacji korporacyjnych bardzo istotną zmianą na rynku papierów dłużnych był wzrost konkurencji pomiędzy emitentami skarbowych papierów wartościowych. Przed wprowadzeniem euro krajowe obligacje skarbowe cieszyły się bardzo dużym zainteresowaniem inwestorów, gdyż traktowane były najbezpieczniejsze papiery wartościowe emitowane w danej walucie. Ponadto ze względu na wymogi dotyczące ograniczenia ryzyka walutowego w niektórych krajach występował w zasadzie przymus inwestycji w krajowe obligacje skarbowe. Wprowadzenie euro diametralnie zmieniło tę sytuację – wszystkie rządy w krajach należących do strefy euro emitowały papiery wartościowe denominowane w tej samej walucie. Możliwe stało się dokonywanie inwestycji np. przez włoskich inwestorów w niemieckie obligacje bez ponoszenia ryzyka kursowego.



Spowodowało to istotny wzrost konkurencji pomiędzy emitentami skarbowych papierów wartościowych. Musieli zacząć poważniej rywalizować o inwestorów, co przyczyniło się do poprawy jakości notowanych instrumentów. Emitenci zaczęli zwiększać wartości pojedynczych emisji, tak aby każda z nich była bardziej płynna. Zharmonizowano warunki poszczególnych emisji obligacji, dzięki czemu stały się bardziej przejrzyste dla inwestorów. Ponadto, zabieganie o inwestorów wymusiło wcześniejsze podawanie informacji o nadchodzących emisjach. Podjęte zostały także działania dotyczące obligacji wyemitowanych przed wprowadzeniem euro, czyli w warunkach quasi-monopolu skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym. Wzrost konkurencji wymusił zapewnienie większej płynności dla „starych” obligacji – osiągnięto to dzięki konsolidacji istniejących emisji. Niektórzy emitenci, „uciekając” przed konkurencją, zaczęli oferować obligacje skarbowe w pewnych niszach, np. w okresach zapadalności, w których większe kraje nie oferują swych papierów (Peree, Steinherr 2001), poszerzając w ten sposób zakres dostępnych możliwości inwestycyjnych.

O skali wzrostu konkurencji po wprowadzeniu euro może świadczyć fakt, że rozbieżność pomiędzy stopami zwrotu obligacji skarbowych w ramach strefy euro spadła z około 250 punktów bazowych w 1997 r. do około 30 punktów bazowych w 1999 r. (Galati, Tsatsaronis 2001). Późniejsze badania także wskazują na bardzo silną zależność pomiędzy wprowadzeniem wspólnej waluty a integracją rynku obligacji skarbowych (Cappiello et al. 2006).

### **3.2.2. Rynek akcji**

Powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej przyczyniło się także do istotnych zmian na rynku akcji. Do innych czynników zwiększających zainteresowanie instrumentami udziałowymi we wcześniejszym okresie (m.in. wzrost zamożności i starzenie się społeczeństwa, skutkujące zwiększeniem wartości aktywów zarządzanych przez inwestorów instytucjonalnych) doszła kwestia stabilizacji gospodarczej wynikającej z konieczności spełnienia kryteriów z Maastricht. Kraje eurolandii<sup>11</sup> muszą utrzymywać niski poziom inflacji oraz niskie deficyty budżetowe. Oznacza to niskie zyski z inwestycji

---

<sup>11</sup> W literaturze często można się spotkać z nazwą „euroland,, nie zaś „eurolandia,,. Mając jednak na względzie, że określenia innych krain geograficznych tłumaczone jest na język polski jako rzeczowniki rodzaju żeńskiego (Irlandia, Islandia, Grenlandia) będę starał się trzymać tej reguły. Terminu tego używa także K. Lutkowski (2004).



w obligacje skarbowe (ze względu na niską stopę procentową i ich niewielką podaż), a ich zwiększenie było możliwe dzięki wydłużeniu horyzontu inwestycyjnego (gdyż im dłuższy okres zapadalności obligacji, tym wyższa powinna być stopa procentowa) oraz nabywaniu bardziej ryzykownych instrumentów – obligacji korporacyjnych. Wiązało się to jednak z obniżeniem płynności nabywanych instrumentów i zwiększeniem ryzyka inwestycyjnego, a stąd był już tylko krok do nabywania akcji.

Dodatkowym czynnikiem zwiększającym atrakcyjność inwestycji w udziałowe papiery wartościowe była stabilizacja rynków akcji (zwłaszcza w odniesieniu do rynków mniej stabilnych), wynikająca ze stabilizacji czynników fundamentalnych (tj. wprowadzenia zdrowych fundamentów gospodarki w związku z koniecznością spełnienia kryteriów z Maastricht). Analiza empiryczna wykazała, że na mniej stabilnych rynkach spadła zmienność notowanych akcji (Morana, Beltratti 2002). Można zatem wnioskować, że mniej stabilne rynki mogą się ustabilizować po przystąpieniu do strefy euro, ale warto nadmienić, że ograniczyć to może także pozytywną stronę ryzyka, czyli perspektywę wzrostu kursów papierów wartościowych.

Inną bardzo istotną zmianą na rynku akcji, wynikającą z wprowadzenia wspólnej waluty, była konieczność zmierzenia się z eliminacją ryzyka kursowego. W warunkach inwestycji w różnych walutach aż około  $\frac{3}{4}$  wyniku inwestycyjnego (oczywiście w przypadku inwestycji zagranicznych) zależało od zmian kursów walut. Wprowadzenie euro zmusiło zarządzających aktywami do opracowania nowych strategii inwestycyjnych. Doszło do rewolucyjnej zmiany, polegającej na rezygnacji z analizy podejmowania decyzji inwestycyjnej w odniesieniu do danego kraju na rzecz analizy sektorowej (Peree, Steinherr 2001). Istotnie zmieniło to warunki konkurencji pomiędzy emitentami. Akcje emitowane przez spółki w różnych krajach, ale w tym samym sektorze stały się nagle łatwo porównywalne – nie tylko ze względu na wyrażenie ceny w tej samej walucie, ale także przez wprowadzenie analizy sektorowej. Doprowadziło to do szybkiego rozwoju funduszy inwestycyjnych inwestujących za granicą (Peree, Steinherr 2001), co jeszcze nasiliło konkurencję.

Należy jednak dodać, że przedstawione powyżej pozytywne aspekty wzrostu konkurencji na rynku akcji nie doprowadziły bynajmniej do stworzenia ponadnarodowego rynku instrumentów udziałowych. Późniejsze badania



wskazują na małą zależność pomiędzy wprowadzeniem euro a integracją rynku akcji (Cappiello et al. 2006). W zasadzie jedynym istotnym aspektem integracji była zmiana sposobu podejmowania decyzji inwestycyjnych (odejście od analizy w ujęciu krajowym na rzecz analizy sektorowej), co rzeczywiście przyniosło wymierne efekty – wyniki badań empirycznych wskazują, że inwestowanie na podstawie analizy sektorowej daje wyższe stopy zwrotu niż w przypadku analizy krajowej (Galati, Tsatsaronis 2001).

### 3.2.3. Rynek walutowy

Wprowadzenie wspólnej waluty w oczywisty sposób zmniejszyło liczbę par walut, dla których możliwa jest wymiana czy notowanie kontraktów terminowych. Z jednej strony może się to wiązać z ograniczeniem zysków instytucji dokonujących wymiany walut i podmiotów organizujących rynki kontraktów terminowych, z drugiej zaś strony – z rozwojem rynku wynikającym z powstania nowej, ważnej waluty.

Zmniejszenie liczby walut bezsprzecznie ograniczyło potrzeby dokonywania wymiany walut i zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym na rynku instrumentów pochodnych na waluty (tzw. *foreks*). Nie należy jednak sądzić, że mogło to istotnie ograniczyć rozwój gospodarczy, czy też zyski banków (choć mogło znacznie zmniejszyć zyski kantorów wymiany walut). Operacje wymiany walut nie są bowiem głównym obszarem działalności banków. Gdyby wymiana walut rzeczywiście przynosiła duże korzyści, banki byłyby bardziej zaangażowane w tę działalność.

W odniesieniu do obrotu na rynkach foreksowych wprowadzenie euro z jednej strony wyeliminowało obrót kontraktami na pary walut wchodzące w skład euro, z drugiej zaś strony pozwoliło na rozwój bardziej płynnego rynku opartego na euro. W niemal wszystkich segmentach rynku, dla których dostępne są dane, euro prawie natychmiast stało się drugą najważniejszą walutą po USD. Dotyczyło to także rynku obligacji – istotnie wzrosła emisja międzynarodowych obligacji emitowanych w euro w strefie euro przez nierezydentów spoza euro (Detken, Hartmann 2000). Zwiększyło to popyt na instrumenty pochodne minimalizujące ryzyko kursowe pomiędzy walutą emitenta a euro. Ponadto euro stało się bardzo ważną walutą rezerwową. Początkowo zmiany te były trudne do przewidzenia (Galati, Tsatsaronis 2001), jednak z perspektywy czasu wyraźnie widać wzrost udziału euro



w rezerwach banków centralnych, głównie kosztem dolara i jena (Oręziak 2008). Zmiana ta również przyczynia się do zwiększenia zapotrzebowania na instrumenty pochodne nabywane w celu minimalizacji ryzyka kursowego.

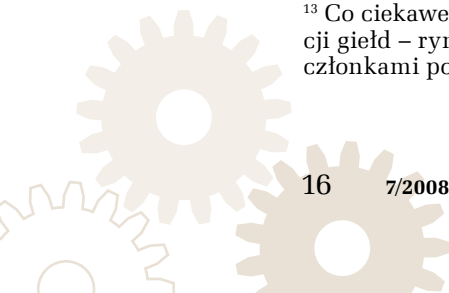
### 3.3. BARIERY INTEGRACJI RYNKÓW FINANSOWYCH

Tak jak zapalenie światła może ukazać przeszkody niewidoczne wcześniej, tak wprowadzenie wspólnej waluty uwidocznilo wiele aspektów utrudniających integrację rynków finansowych. Wcześniej pozostawały niezauważone z powodu różnic kursowych pomiędzy walutami składowymi euro, kosztów wymiany walut oraz braku bezpośredniej porównywalności cen. Dopiero wprowadzenie wspólnej waluty, dzięki której ceny stały się bezpośrednio porównywalne, obnażyło niedostatki infrastruktury prawnej i organizacyjnej, a także bariery natury psychologicznej, co pozwoliło na zidentyfikowanie problemów i rozpoczęcie prac nad ich eliminacją. Do najbardziej powszechnych barier integracji należy zaliczyć rozbieżności w regulacjach prawnych (w tym z zakresu opodatkowania, prawa własności do papierów wartościowych) regulacjach giełdowych (dotyczących głównie sposobu zawierania transakcji) oraz dotyczących kwestii korporacyjnych (np. bankructwa, sposobu podejmowania decyzji w spółce, przejęć spółek). Część z tych barier zidentyfikowano wcześniej i eliminowano w ramach FSAP, część jednak uwidoczniała się dopiero po przyjęciu wspólnej waluty.

Przeszkodą w integracji okazała się także – paradoksalnie – dobra organizacja rynków<sup>12</sup>. Uwidocznilo się to na rynku akcji. Z powodu koncentracji obrotu poszczególnymi spółkami najczęściej na giełdzie macierzystej nie było ponadnarodowej infrastruktury zawierania transakcji (Galati, Tsatsaronis 2001). Zawieranie transakcji transgranicznych było bardzo drogie nawet po wprowadzeniu wspólnej waluty, a 60% tych kosztów stanowiły dodatkowe koszty pośrednictwa (Galati, Tsatsaronis 2001). Obserwowany w ostatnich latach wzrost liczby bezpośrednich uczestników zagranicznych rynków oraz integracja giełd przyczyniają się do ograniczenia tych kosztów<sup>13</sup>. Wpro-

<sup>12</sup> Tam, gdzie istniały dobrze zorganizowane rynki krajowe, stosunkowo trudno było przełamać bariery związane z tworzeniem rynków ponadnarodowych. Tam natomiast, gdzie taka infrastruktura nie istniała, nie było barier o charakterze narodowościowym.

<sup>13</sup> Co ciekawe, wprowadzenie wspólnej waluty nie było konieczne dla ponadnarodowej integracji giełd – rynki z krajów pozostających poza strefą euro (Danii, Szwecji, Wielkiej Brytanii) są członkami ponadnarodowych sojuszy.





wadzenie euro i integracja rynków finansowych obniżą zatem koszty wymiany międzynarodowej i przyczynią się do szybszego wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w krajach rozwiniętych<sup>14</sup>.



## 4. WPROWADZENIE EURO A POLSKI RYNEK FINANSOWY

Pisząc o wpływie wprowadzenia euro na rynek finansowy, nie sposób nie wspomnieć o możliwych skutkach przyjęcia wspólnej waluty w naszym kraju i wynikających stąd wyzwaniach i zagrożeniach dla polskiego rynku finansowego.

Niewątpliwie przystąpienie Polski do strefy euro powinno pozytywnie wpłynąć na gospodarkę i na rynek finansowy, jeśli będziemy to rozpatrywać w długim okresie. Wyeliminowanie ryzyka kursowego w ramach strefy euro i zmniejszenie tego ryzyka poza strefą euro (zmiennosc PLN względem USD lub GBP jest zdecydowanie większa niż zmienność kursu EUR względem tych walut) stworzą mocniejsze fundamenty wzrostu gospodarczego. Po przystąpieniu do strefy euro polscy inwestorzy będą mieć dostęp do zagranicznych instrumentów finansowych bez konieczności ponoszenia ryzyka walutowego, a polscy emitenci (w tym Skarb Państwa) będą mogli korzystać z tańszego zagranicznego kapitału – m.in. dzięki wyeliminowaniu ryzyka kursowego i bezpośredniej porównywalności stóp zwrotu z innymi podmiotami o podobnym ratingu.

Oczywiście emitowanie obligacji denominowanych w euro jest możliwe już dzisiaj i takie obligacje (np. skarbowe) oferują istotnie niższe oprocentowanie. Należy jednak zwrócić uwagę, że ograniczenie ryzyka walutowego nabywcy obligacji (poprzez denominowanie danego instrumentu w walucie nabywcy) oznacza ponoszenie ryzyka walutowego przez emitenta obligacji. Dopiero wejście do strefy wspólnej waluty pozwoli na ograniczenie kosztów pozyskania kapitału bez ponoszenia dodatkowego ryzyka.

---

<sup>14</sup> Jak wspomniano, przedwczesne otwarcie małych rynków na konkurencję międzynarodową może ograniczyć ich rozwój, a w konsekwencji rozwój ich gospodarek (Kachniewski 2005).





Bardzo ważnym aspektem związanym z wprowadzeniem euro jest wspomniany powyżej wzrost konkurencji. Może on negatywnie wpłynąć na emitentów papierów wartościowych, gdyż może podnieść koszt pozyskiwanego kapitału, gdyby krajowi emitenci okazali się mniej konkurencyjni na tle sektora. Taki scenariusz wydaje się jednak mało prawdopodobny. Należy raczej oczekiwać, że wzrost wiarygodności (na poziomie makroekonomicznym) związany ze spełnieniem kryteriów konwergencji i bezpośrednia porównywalność cen papierów wartościowych wynikająca z wprowadzenia euro powinny uczynić polskich emitentów (w tym Skarb Państwa) beneficjentami tej zwiększonej konkurencji.

O ile jednak obecność w strefie euro wydaje się jednoznacznie pozytywna, o tyle wybór ścieżki dojścia do tej sytuacji rodzi wiele komplikacji. Zanim bowiem będziemy mogli czerpać korzyści z przyjęcia euro, będziemy musieli za nie zapłacić ograniczeniami dotyczącymi polityki budżetowej, monetarnej i kursowej. Ta „przedpłata” w postaci usztywnienia trzech najważniejszych narzędzi wpływania na gospodarkę może mieć niezwykle istotny wpływ na sytuację gospodarczą Polski w okresie przejściowym. Prowadzenie restrykcyjnej polityki fiskalnej i monetarnej, przy ograniczonej możliwości absorpcji różnic pomiędzy gospodarką krajową a zagranicą za pomocą zmiany kursu walutowego, może rodzić silne napięcia. Jak wynika z danych zawartych w Raporcie o konwergencji (EBC 2008), wszystkie kraje, które usztywniły kurs walutowy względem euro (Bułgaria i kraje bałtyckie), zapłaciły za to bardzo wysoką inflacją, zdecydowanie odsuwając je od przystąpienia do strefy euro w najbliższym czasie.

Również dla rynku finansowego ten okres przejściowy będzie miał podstawowe znaczenie nie tylko ze względu na potencjalne zaburzenia w gospodarce. Bardzo ważnym zagrożeniem jest możliwość odpływu za granicę inwestorów, którzy chcieliby realizować zyski w euro, nie zaś w złotych. W przypadku inwestycji długoterminowych (np. 10-letnich), najprostszą formą eliminacji ryzyka kursowego jest nabywanie papierów wartościowych denominowanych w walucie, która będzie w Polsce za 10 lat obowiązywać, czyli w euro. Można nawet stwierdzić, że obecny wymóg inwestowania w Polsce 95% aktywów funduszy emerytalnych generuje ryzyko walutowe dla przyszłych emerytów. Najprostszym rozwiązaniem jest jak najszybsze wprowadzenie do obrotu w Polsce instrumentów denominowanych w euro, tak aby inwestorzy chcący się zabezpieczyć przed ryzykiem kursowym nie musieli inwestować na rynkach zagranicznych.





Bardzo ważne są także wzrost konkurencji i związane z tym zagrożenia. Czy polski rynek finansowy jako największy z rynków krajów „nowej” UE skorzysta na integracji rynków wynikających m.in. z wprowadzenia euro, czy też rosnąca konkurencja nie pozwoli na jego dalszy rozwój lub wręcz zostanie on wchłonięty przez inne rynki? W przypadku ziszczenia się pesymistycznego scenariusza integracja rynków finansowych, choć korzystna w skali UE, wpłynęłaby bardzo negatywnie na rozwój polskiej gospodarki. Zwiększyłaby bowiem koszty finansowania polskich przedsiębiorstw oraz ograniczyłaby możliwości finansowania przedsięwzięć innowacyjnych.

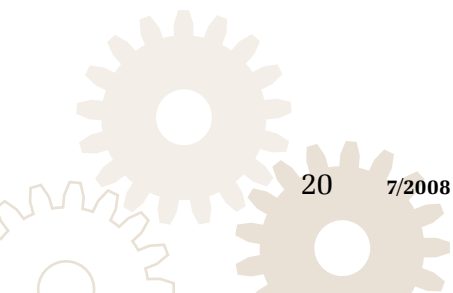
## 5. PODSUMOWANIE

Wprowadzenie wspólnej waluty w połączeniu z realizacją FSAP przyczyniło się do dalszej integracji rynków finansowych krajów UE. Jako najważniejsze pozytywne skutki należy wskazać powstanie panunijnego rynku obligacji korporacyjnych i zwiększenie zysków inwestorów dzięki konkurencji pomiędzy emitentami obligacji skarbowych z poszczególnych krajów oraz przesunięciu analizy inwestycyjnej papierów udziałowych z ujęcia krajowego na sektorowe. Wyeliminowanie ograniczeń inwestowania za granicą – opartych na konieczności ochrony inwestorów przed ryzykiem kursowym (ang. *currency matching*), a więc tracących rację bytu po wprowadzeniu wspólnej waluty – doprowadziło do zwiększenia płynności i przepływów kapitału pomiędzy krajami.

Należy jednak wskazać, że wprowadzenie euro w wielu obszarach obnażyło niedostosowania natury infrastrukturalnej, regulacyjnej, podatkowej czy mentalnej. Paradoksalnie, integracja była łatwiejsza w tych segmentach rynku, gdzie nie było dobrze wykształconej infrastruktury zawierania transakcji. W przypadku mniej zorganizowanego systemu obrotu (np. na rynku obligacji) integracja przebiegała szybciej niż w odniesieniu do giełd papierów wartościowych, które miały doskonale zorganizowane (ale odrębne) systemy zawierania transakcji; dodatkowo w grę wchodziła duma narodowa. Wprowadzenie euro wyraźniej wskazało koszty braku harmonizacji – przykładem może być rynek obligacji skarbowych, na którym współpraca pomiędzy emitentami mogłaby istotnie zwiększyć atrakcyjność rynku dla inwestorów spoza strefy euro.



Postępująca implementacja FSAP powinna się przyczynić do stworzenia wspólnego rynku finansowego, choć należy w tym kontekście wskazać na dwa zagrożenia będące kosztem integracji największych rynków. Są to: możliwe ograniczenie rozwoju małych rynków – a w konsekwencji ograniczenie rozwoju i innowacyjności ich gospodarek (Kachniewski 2005) – oraz możliwa dalsza fragmentacja rynków na poziomie krajowym, także w odniesieniu do rynków dużych (Kachniewski 2007).





## BIBLIOGRAFIA

- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy System Walutowy*, PWE, Warszawa.
- Cappiello L., Hordahl P., Karadeja A., Manganelli S. (2006), *The Impact of the Euro on Financial Markets*, “Working Paper”, No. 598, ECB, Frankfurt.
- Detken C., Hartmann P. (2000), *The Euro and International Capital Markets*, “Working Paper”, No. 2000–09, Center for Financial Studies, Frankfurt.
- EBC (2008), *Raport o konwergencji*, maj, Frankfurt.
- Galati G., Tsatsaronis K. (2001); *The impact of the euro on Europe’s financial markets*, “Working Paper”, No. 100, BIS, Basle.
- Kachniewski M. (2004), *Nowe dyrektywy UE a ochrona drobnych inwestorów* w: D. Dziawgo (red.), *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, UMK, Toruń.
- Kachniewski M. (2005), *Integration of EU Capital Market – „New” Members’ Perspective*, materiały z konferencji “Channels of European Integration”, 7–8 października, SGH, Warszawa.
- Kachniewski M. (2007), *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, dodatek edukacyjny.
- Latoszek E. (2008), *Etapy integracji walutowej w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 3, dodatek edukacyjny.
- Lutkowski K. (2004), *Od złotego do euro; źródła obaw i nadziei*, Twigger, Warszawa
- Morana C., Beltratti A. (2002), *The effects of the introduction of the euro on the volatility of European stock markets*, “Journal of Banking and Finance”, Vol. 26, No. 10, s. 2047–2064.



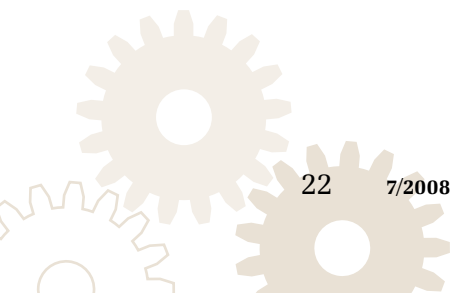
Mundell R. (2003), *The Monetary System and Case for a World Currency*, Leon Koźmiński Academy of Entrepreneurship and Management, Warsaw.

Morawski W. (2002), *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Wydawnictwo TRIO, Warszawa.

Oreziak L. (2008), *Euro – pieniądz międzynarodowy*, „Bank i Kredyt”, nr 1, dodatek edukacyjny.

Peree E., Steinherr A. (2001), *The euro and capital markets: A new era*; “Economic and Financial Report” No. 2001/03, European Investment Bank, London.

Sedillot R. (2002), *Moralna i niemoralna historia pieniądza*, Wydawnictwo W.A.B., Warszawa.







NBP

Narodowy Bank Polski