Tomasz KOWALAK

WPROWADZENIE EURO A RYNKI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ

1. Geneza Unii Gospodarczej i Walutowej

Na mocy traktatu z Maastricht, podpisanego 7 lutego 1992 r., rozpoczęto przygotowania do utworzenia – w ramach struktur Unii Europejskiej – Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW)[1]. Decyzja ta zapoczątkowała realizację ostatniego etapu integracji gospodarczej w Europie, zapoczątkowanej w 1950 r. przez byłego francuskiego premiera Roberta Schumana, który zaproponował połączenie europejskich zasobów węgla i stali.

Podstawowym celem utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej było stworzenie obszaru jednowalutowego, w ramach którego miał cyrkulować jeden pieniądz. Bezpośrednią konsekwencją tego przedsięwzięcia ma być zwiększenie stabilizacji gospodarek państw członkowskich. Do osiągnięcia tego przyczynia się m.in. prowadzenie odpowiedniej polityki monetarnej przez utworzony w 1998 r. Europejski Bank Centralny. Według twórców UGW najważniejszymi korzyściami, oprócz wspomnianej stabilizacji gospodarki, wynikającymi z jej ustanowienia ma być[2]:

- eliminacja ryzyka kursowego (wyeliminowanie niepewności co do kształtowania się kursów walutowych, ułatwiające podejmowanie racjonalnych decyzji),
- zwiększenie efektywności rynków finansowych (przede wszystkim wzrost płynności i obniżenie kosztów funkcjonowania rynków),
- wyrównywanie poziomu cen na obszarze UGW.

Dochodzenie do pełnej unii było procesem żmudnym, wymagającym dużej dyscypliny i determinacji państw Unii Europejskiej (nie tylko tych pretendujących do uczestnictwa w UGW). Składały się na niego trzy etapy przedstawione przez Komisję

[1] Ang. EMU – *European Monetary Union.*

[2] *Euro – nowa waluta zjednoczonej Europy*, Materiały informacyjne NBP, Warszawa 2001.

ds. badań nad Unią Gospodarczą i Walutową w tzw. Raporcie Delorsa z 17 stycznia 1988 r.

Etap pierwszy, który rozpoczął się już 1 lipca 1990 r., przewidywał pełną liberalizację przepływów kapitałowych oraz osiągnięcie pełnej zbieżności wyników ekonomicznych gospodarek krajów Wspólnoty Europejskiej (WE). Ponadto waluty państw WE miały zostać objęte mechanizmem stabilizacji kursów. Kolejny etap, którego data wprowadzenia w życie nie była pierwotnie ustalona, rozpoczął się zaraz po zakończeniu pierwszego etapu, tj. 1 stycznia 1994 r. Jego celem było utworzenia ram instytucjonalnych przyszłej UGW. Miało to zostać osiągnięte przez zapewnienie całkowitej swobody wymienialności walut i płatności transgranicznych. Najważniejszym jednak zadaniem tego etapu było zapewnienie niezależności banków centralnych państw ubiegających się o członkostwo od ich rządów. W tym celu utworzony został Europejski Instytut Walutowy (EIW)[3]. Ostatni i najważniejszy, tj. trzeci etap tworzenia UGW rozpoczął się 1 stycznia 1999 r. Powołano Europejski System Banków Centralnych (ESBC) z Europejskim Bankiem Centralnym na czele oraz wprowadzono wspólną walutę euro, mającą w całości zastąpić waluty narodowe państw tworzących Unię Gospodarczą i Walutową. Jednocześnie z wprowadzeniem euro EBC rozpoczął realizację polityki pieniężnej państw UGW[4]. Podstawowym celem tej polityki jest zapewnienie stabilizacji, która ma zostać osiągnięta poprzez utrzymywanie rocznej stopy inflacji poniżej 2%. Dodatkowo EBC może wspierać wzrost gospodarczy pod warunkiem, że nie koliduje to z prowadzeniem polityki antyinflacyjnej.

Dla realizacji celów objętych polityką pieniężną EBC został wyposażony w odpowiednie instrumentarium. Nie różni się ono zbytnio od stosowanego przez inne banki centralne państw rozwiniętych (są to głównie operacje otwartego rynku). EBC zajmuje się też zarządzaniem rezerwami walutowymi, co dotychczas było w gestii narodowych banków centralnych. Ponadto prowadzi operacje walutowe oraz nadzoruje realizację polityki kursowej.

Zarówno w pierwszym, jak i drugim etapie uczestniczyły wszystkie państwa Unii Europejskiej. Natomiast przystąpienie do trzeciego etapu i tym samym przyjęcie wspólnej waluty związane było z koniecznością spełnienia przez kandydatów tzw. kryteriów konwergencji. Kryteria te określone zostały w art. 109j Traktatu o Wspólnocie Europejskiej i obejmują[5]:

---

[3] EIW miał za zadanie zacieśnienie współpracy między bankami centralnymi krajów WE oraz umocnienie koordynacji ich narodowej polityki pieniężnej w celu zapewnienia stabilności cen. Zalecenia i decyzje podejmowane przez EIW nie miały mocy wiążącej dla państw członkowskich.

[4] L. Oręziak, *Euro nowy pieniądz*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 20-30.

[5] W. Weidenfeld, W. Wessels, *Europa od A do Z – Podręcznik integracji europejskiej*, Wydawnictwo „Wokół nas", Gliwice 1999, s. 346.

- wysoki poziom stabilizacji cen — inflacja nie może wynosić więcej niż 1,5 punktu procentowego powyżej poziomu przeciętnej inflacji w trzech państwach o najniższej wartości tego wskaźnika,
- stałą korzystną sytuację sektora publicznego – warunek te należy uznać za spełniony, gdy deficyt budżetowy danego państwa nie przekracza 3% PKB, a dług publiczny jest mniejszy niż 60% PKB,
- stabilność mechanizmu kursów walutowych – waluta danego państwa nie może przez co najmniej dwa lata wykazywać spadku wartości wobec innej waluty i utrzymywać się w wąskim marginesie wahań Europejskiego Systemu Walutowego (ESW)[6],
- trwałość konwergencji i udział w mechanizmie kursów walutowych – nominalne długookresowe stopy procentowe nie mogą przekroczyć o więcej niż 2 punkty procentowe stóp procentowych trzech krajów o najniższym poziomie tego wskaźnika.

Ostatecznie do trzeciego etapu tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej przystąpiło 11 państw członkowskich UE. Były to: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia i Włochy. Rok później, tj. 1 stycznia 2000 r., do grupy tej dołączyła Grecja[7]. Państwami, które nie wzięły udziału we wspomnianym trzecim etapie i tym samym nie przyjęły euro, są Wielka Brytania, Dania i Szwecja. O ile Szwecja nie zakwalifikowała się do UGW z powodu niewypełniania wszystkich warunków konwergencji, o tyle Wielka Brytania i Dania zrobiły to z własnego wyboru[8].

Unia Gospodarcza i Walutowa jako całość stanowi znaczący organizm gospodarczy. Kraje takie jak Niemcy, Francja czy Włochy należą do grupy państw najlepiej rozwiniętych na świecie. Podstawowe wskaźniki charakteryzujące UGW w porównaniu z tymi osiąganymi przez Stany Zjednoczone i Japonię zostały przedstawione w tabeli 1. Jak wyraźnie widać, państwa jedenastki jako całość są w stanie konkurować z potęgą gospodarczą świata, jaką są USA.

Mówiąc o rozwiniętych gospodarkach światowych i ich wynikach, warto jeszcze wspomnieć Wielką Brytanię. Chodzi tutaj przede wszystkim o jej pozycję na rynkach finansowych. Wiadomo bowiem, że Londyn należy do grupy największych centrów finansowych na świecie. Przyjęcie przez ten kraj wspólnej waluty zwiększyłoby z pewnością dynamikę konsolidacji krajowych europejskich rynków finansowych w jeden, znacznie bardziej efektywny. Warto zaznaczyć, że obecnie trwają intensywne badania różnych agend rządowych i Banku Anglii nad skutkami zastąpienia funta przez euro.

---

[6] Początkowo wahania kursów rynkowych nie mogły przekraczać +/– 2,25% (wyjątek stanowiły tymczasowo Wielka Brytania, Włochy, Hiszpania i Portugalia, dla których wskaźnik ten wynosił 6%). Z początkiem sierpnia 1993 r. margines ten zwiększono do +/– 15%.

[7] Na dzień 1 stycznia 1999 r. Grecja nie spełniała wszystkich warunków konwergencji.

[8] L. Oręziak, *Euro*, s. 42-44.

Tabela 1

Podstawowe dane o Unii Gospodarczej i Walutowej

Dane	Rok	UGW*	USA	Japonia
Ludność (w mln)	2000	292	281	126
Udział w światowym PKB (%)	1997	15,0	20,2	7,7
Eksport towarów (% PKB)	1997	13,6	8,5	10,0
Import towarów (% PKB)	1997	12,0	11,1	8,1
Udział w eksporcie świata (%)	1997	15,7	12,6	7,7
Depozyty bankowe (% PKB)	1997	83,9	55,3	98,8
Kredyty (% PKB)	1997	128,5	82,2	127,1
Kapitalizacja giełd (mld dol.)	1999	5 526	16 773	4 455
Wzrost PKB (%)	1999	2,3	4,2	0,2
Inflacja (% CPI)	1999	1,1	2,2	–0,3
Bezrobocie (%)	2000	9,2	4,0	4,7
Deficyt budżetowy (% PKB)	1998	–2,3	1,4	–5,5
Dług publiczny (% PKB)	1997	73,8	59,3	115,6

* Dane nie uwzględniają Grecji.

Ź r ó d ł o: J. K. Solarz, *Międzynarodowy system finansowy*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001, s. 160.

2. Euro – waluta zjednoczonej Europy

Najistotniejszym elementem, stanowiącym trzon Unii Gospodarczej i Walutowej, jest przyjęcie przez państwa członkowskie wspólnej waluty – euro. Zgodnie z harmonogramem nastąpiło to 1 stycznia 1999 r. Od tego momentu waluty państw tworzących UGW straciły swój samodzielny byt i są jedynie narodowym wyrażeniem euro, zgodnie z tzw. kursem konwersji. Poszczególne kursy konwersji zostały nieodwołalnie przyjęte w przeddzień rozpoczęcia trzeciego etapu UGW, tj. 31 grudnia 1998 r.[9]

[9] Zgodnie z przyjętymi kursami konwersji 1 euro stanowi: 13,7603 szylinga austriackiego, 40,3399 franka belgijskiego, 2,20371 guldena holenderskiego, 5,94573 marki fińskiej, 6,55957 franka francuskiego, 1,95583 marki niemieckiej, 0,787564 funta irlandzkiego, 1936,27 lira włoskiego, 40,3399 franka luksemburskiego, 200,482 escudo portugalskiego, 166,386 pesety hiszpańskiej.

Początkowo, tj. od 1 stycznia 1999 r. do 31 grudnia 2001 r., euro funkcjonowało jedynie w postaci bezgotówkowej. Okres ten nazywany jest przejściowym (*transitional period*). W tym czasie obowiązywała zasada „brak zakazu – brak nakazu" stosowania euro, która zapewniała swobodę wyboru waluty w zakresie ustalania i wykonywania zobowiązań bądź w euro, bądź w walucie narodowej państwa strefy euro. Swoboda ta nie dotyczyła banków, ponieważ już od momentu wprowadzenia euro właśnie w tej walucie rozliczały się one z EBC. Dotyczy to także transakcji międzybankowych[10]. Ostateczny etap urzeczywistniania Unii Gospodarczej i Walutowej rozpoczął się 1 stycznia 2002 r., kiedy to do obiegu wprowadzono banknoty i monety euro (*final period*). Przez kolejne pół roku funkcjonowały one równolegle z walutami narodowymi państw członkowskich. Po tym okresie, tj. od 1 lipca 2002 r., banknoty i monety euro stały się jedynym legalnym środkiem płatniczym na obszarze UGW.

Euro, oprócz pełnienia podstawowych funkcji, podobnie jak każdy pieniądz, ma dodatkowo w założeniu twórców pełnić rolę pieniądza światowego. O ile o zastosowaniu wewnętrznym danej waluty decydują czynniki instytucjonalno-prawne, o tyle o jej upowszechnieniu poza granicami danego państwa w skali światowej decydują przede wszystkim czynniki ekonomiczne. Chodzi o to, aby waluta pretendująca do bycia światową miała silne oparcie w wynikach gospodarczych uzyskiwanych przez państwa, będące jej emitentem. W przypadku euro takie podstawy zostały stworzone. Obwarowanie przynależności do UGW koniecznością wypełnienia przez państwa kandydujące kryteriów konwergencji ma zapewnić, że ich gospodarki charakteryzuje stabilność. Stabilność ta ma mieć bezpośrednie przełożenie na siłę euro. Warto dodać, że pozycja euro na rynkach międzynarodowych wspierana jest dodatkowo polityką pieniężną Europejskiego Banku Centralnego, który z założenia jest instytucją niezależną od rządów państw członkowskich UGW[11].

O tym, że waluta ma zasięg międzynarodowy, świadczy stopień wypełniania przez nią klasycznych funkcji, jakie ma spełniać w skali światowej. Mianowicie chodzi tu o to, w jakim stopniu jest ona środkiem wymiany w skali międzynarodowej, środkiem tezauryzacji oraz środkiem inwestycyjnym. I tak w 1999 r. rezerwy walutowe banków centralnych denominowane w euro stanowiły 12,5% ogółu rezerw. Dla porównania rezerwy w dolarach osiągnęły poziom 66%, jena japońskiego 5%, funta sterlinga 4%, franka szwajcarskiego 1% ogółu rezerw walutowych na świecie[12]. Widać tu zdecydowaną przewagę dolara i nie należy sądzić, iż jego udział drastycznie zmaleje w nadchodzących latach. Podobnie zdecydowanie dużo większe zastosowanie ma dolar jako uczestnik wymiany handlowej na świecie, gdzie jego udział zamyka się w granicach 50%, podczas gdy dla euro wskaźnik ten osiągnął poziom 16% (dane za rok 2000). Zdecydowanie lepszą pozycję ma euro jako waluta emisji obligacji. W pierw-

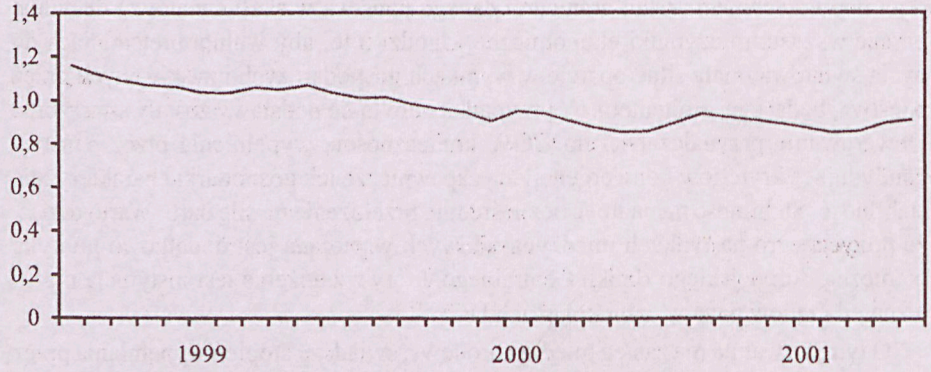
[10] L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 1999, s. 27-32.

[11] K. Szeląg, *Euro w roli waluty międzynarodowej*, Bank i Kredyt 1998, nr 12, s. 49, 50.

[12] International Monetary Found Annual Report 2000.

szym kwartale 2001 r. emisja międzynarodowych obligacji w euro stanowiła 37% ogólnej ich wartości, natomiast dla dolara wskaźnik ten wyniósł 42%. Jak widać, w tym segmencie euro ma bardzo dobre perspektywy dalszego umacniania swej pozycji[13].

Analizując dane o międzynarodowym zastosowaniu waluty euro, można zauważyć wyraźnie, że jest to druga waluta (po dolarze amerykańskim) najpowszechniej stosowana na świecie. Wynika to przede wszystkim z tego, iż euro po części przejęło dawną strefę wpływów marki niemieckiej, postrzeganej wówczas jako alternatywa dla dolara. Jednakże od momentu wprowadzenia euro i tym samym zastąpienia nim walut narodowych państw UGW, jego kurs do dolara systematycznie spadał (wykres 1). Było to spowodowane przede wszystkim brakiem historii euro i tym samym niepewnością co do kształtowania się jego kursu. Dodatkowo negatywny wpływ na euro miały dobre wyniki, uzyskiwane przez gospodarkę amerykańską od początku lat dziewięćdziesiątych.



Wykres 1. Kurs euro do dolara amerykańskiego (styczeń 1999 r. – wrzesień 2001 r.)
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Monthly Bulletin ECB, October 2001, http://www.ecb.int

Wprowadzenie euro znalazło także swój oddźwięk w zmianie struktury emitowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy jednostek SDR (*Special Drawing Rights*). Jeszcze przed wprowadzeniem euro udział poszczególnych walut w SDR był następujący: 39% dolar USA, 21% marka niemiecka, 18% jen japoński, 11% funt sterling, 11% frank francuski. Dnia 1 stycznia 2001 r. koszyk SDR został poddany rewizji. W jej efekcie udział poszczególnych walut w koszyku uległ zmianie, nie tylko w układzie wielkości, ale także w zawartości koszyka. Struktura SDR przedstawia się następująco: 45% dolar USA, 29% euro, 15% jen japoński oraz 11% funt ster-

[13] *Practical Issues Arising from the Euro*, Bank of England, June 2001, s. 10.

ling. Porównując te dwa stany, widać wyraźnie, że udział dolara wzrósł zdecydowanie kosztem udziału jena japońskiego oraz euro, które nie jest nawet sumą udziału marki niemieckiej i franka francuskiego we wcześniejszym koszyku. Mimo spadku udziału walut UGW w koszyku SDR, związanego przede wszystkim z niepewnością co do funkcjonowania nowej waluty, należy sądzić, że w przyszłości udział ten jednak wzrośnie[14].

Kolejną i jedną z podstawowych konsekwencji wprowadzenia euro, wpływającą przede wszystkim na funkcjonowanie rynków finansowych, było zniknięcie narodowych referencyjnych stóp procentowych (FIBOR, PIBOR itd.). Zostały one zastąpione przez nową stopę referencyjną rynku pieniężnego dla euro – EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*). Jest to stopa, po której główne banki krajów UGW oferują sobie nawzajem depozyty. Stopą alternatywną do EURIBOR jest EUROLIBOR, czyli stopa, po której oferowane są depozyty terminowe w euro na rynku londyńskim[15]. Podstawowe różnice pomiędzy tymi dwoma wskaźnikami zawarte zostały w tabeli 2.

Oprócz stopy EURIBOR stworzona została także referencyjna stopa procentowa dla transakcji *overnight* – EONIA (*European Overnight Indexed Average*); ustalana jest przez ten sam panel banków, który ustala EURIBOR. Podobnie jak EURIBOR, EONIA ma swój odpowiednik na londyńskim rynku finansowym – jest nim EURONIA, której poziom wyznaczany jest przez banki działające na tym rynku.

3. Zmiany na rynkach papierów wartościowych po wprowadzeniu euro

Wprowadzenie euro od początku 1999 r. powodowało daleko bardziej idące zmiany, niż tylko proste zastąpienie walut narodowych jedną, wspólną walutą. Konsekwencje wprowadzenia euro dotyczą bardzo wielu dziedzin gospodarki. Jedną z nich są rynki papierów wartościowych. Oczywiście największe i najbardziej widoczne zmiany na tych rynkach dotyczą państw członkowskich UGW. Jednakże należy zaznaczyć, iż powstanie wspólnej waluty wpływa na podejmowane decyzje przez podmioty zlokalizowane poza Europą. Decyzje te mogą np. dotyczyć budowy optymalnego portfela papierów wartościowych, na kształt którego z pewnością ma wpływ waluta, w jakiej są one denominowane.

---

[14] P. Kowalewski, *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twigger, Warszawa 2001, s. 212, 213.

[15] K. Jakubiszyn, B. Karski, D. Rybińska, *Euro – nowa waluta*, Twigger, Warszawa 1999, s. 43.

Tabela 2

Porównanie EUROLIBOR i EURIBOR

Wyszczególnienie	EUROLIBOR	EURIBOR
Panel określający stopę	16 głównych banków aktywnych na rynku euro w Londynie	57 banków: 47 wybranych przez narodowe zrzeszenia banków do reprezentowania rynków euro w państwach członkowskich; 10 banków międzynarodowych lub z krajów, które dopiero przystąpią do UGW, aktywnych na rynku euro i posiadających oddział w strefie euro
Podstawa obliczenia	4 najwyższe i najniższe wartości nie są brane pod uwagę, pozostałe są uśredniane	15% najwyższych i najniższych nie jest branych pod uwagę, pozostałe są uśredniane
Pora fixingu	godz. 11 czasu londyńskiego	godz. 11 czasu brukselskiego
Dni fixingu	dni funkcjonowania systemu TARGET	
Wartość for*	drugi po fixingu dzień funkcjonowania TARGET (T+2)	
Okresy fixingu	1 tydzień, 1 do 12 miesięcy	

* Dopuszczalny czas rzeczywistej dostawy gotówki w transakcjach kasowych.

Ź r ó d ł o: *Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro,* Bank of England, June 1998, s. 40, za: *Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa: główne elementy infrastruktury prawnej i organizacyjnej przejścia od walut narodowych do euro*, Bank i Kredyt 1998, nr 9, s. 7.

Największe znaczenie dla rynków papierów wartościowych, a przez to rynków kapitałowych mają dwa jego segmenty: rynek obligacji oraz rynek akcji. Oddziaływanie euro na wymienione rynki jest przedmiotem zainteresowania dalszej części opracowania.

3.1. Rynek obligacji

Konsekwencje wprowadzenia euro, dotyczące rynku obligacji, można rozpatrywać na wielu płaszczyznach. Jedną z nich mogą być aspekty techniczne, związane z funkcjonowaniem tego rynku. Chodzi tu przede wszystkim o harmonizację konwencji rynkowych oraz redenominację wyemitowanych instrumentów. Te aspekty bynajmniej nie dotyczą tylko i wyłącznie rynku obligacji, ale też mają znaczenie w innych segmentach papierów wartościowych. Jeśli chodzi o harmonizację, to ma ona na celu

przede wszystkim wystandaryzowanie zasad i konwencji obowiązujących na poszczególnych rynkach, tak aby zwiększyć efektywność ich funkcjonowania. Redenominacja związana jest natomiast ze zmianą waluty, w jakiej został pierwotnie wyemitowany instrument, na inną – w przypadku UGW chodzi oczywiście o euro. Problem ten dotyczy zarówno obligacji rządowych, jak i tych emitowanych przez sektor prywatny[16].

Konsekwencje wprowadzenia euro dla rynków obligacji w aspekcie technicznym warto zacząć od wspomnianego problemu redenominacji. W przypadku obligacji rządowych już w 1995 r. podjęto decyzję o tym, że wszystkie emisje po roku 1999 będą denominowane w euro. Pozostałe obligacje będące w obiegu, a wyemitowane w walutach państw UGW, zastaną poddane redenominacji w części lub całości. Chodzi tutaj przede wszystkim o to, aby nie tworzyć niepotrzebnej segmentacji rynku, do której doszłoby, gdyby jednocześnie znajdowały się w obiegu obligacje o tych samych parametrach, emitowane w różnych walutach. Duże znaczenie przy redenominacji ma metoda, za pomocą której następuje zmiana waluty emisji[17]. Okazuje się, że w przypadku obligacji skarbowych wystąpiła rozbieżność między poszczególnymi państwami co do tego, jaka metodę stosować. Większość z nich dokonała redenominacji metodą *bottom-up*: Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Luksemburg, Holandia, Portugala i Hiszpania (występują tu jednak różnice w zaokrąglaniu przeliczeń oraz wypłacie kompensaty gotówkowej). Metodę *top-down* zastosowały natomiast Austria i Włochy[18].

Bez względu jednak na przyjęcie określonej metody nie ulega wątpliwości, że operacja, jaką jest redenominacja, wprowadza określone zaangażowanie operacyjne oraz finansowe instytucji ją przeprowadzającej. Z uwagi na to operacja ta została przeprowadzona w znaczącym stopniu na obligacjach sektora publicznego. Sektor prywatny natomiast w zdecydowanej większości nie podjął zabiegów redenominacyjnych z początkiem wprowadzenia euro, głównie ze względu na duże koszty i konieczność dodatkowego zaangażowania.

Oprócz redenominacji kolejnym ważnym elementem, decydującym o funkcjonowania rynku obligacji jako całości, była harmonizacja zasad obrotu tymi papierami. Miało to na celu przede wszystkim zwiększenie przejrzystości całego rynku i tym samym jego integrację w skali całej UGW. Do ważniejszych posunięć w zakresie harmonizacji należy zaliczyć ujednolicenie tzw. *day-count*, czyli dnia w roku, kiedy to liczone są narosłe odsetki. Państwa UGW stosowały głównie formułę 30/360, jedynie Francja i Hiszpania stosowały system Act/Act (czyli rzeczywistą liczbę dni

[16] P. Temperton, *Euro – wspólna waluta*, Felberg SJA, Warszawa 2001, s. 200.

[17] Podstawowymi metodami są: *bottom-up*, polegająca na przeliczeniu wartości obligacji będących w posiadaniu inwestorów na euro; *top-down* – przeliczenie wartości obligacji do minimalnego nominału obligacji zawartego w prospekcie emisyjnym.

[18] *Euro Countdown*, International Research Paribas, December 1997, s. 30-33.

w miesiącu i dni w roku). Właśnie to ostatnie podejście zostało przyjęte jako obowiązujące wszystkie państwa w ramach UGW. Warto dodać, że system ten stosują także Stany Zjednoczone dla swoich obligacji skarbowych[19]. Kolejnym znaczącym elementem związanym z harmonizacją rynków obligacji, było powiązanie dni pracy instytucji finansowych (*business day*) z dniami funkcjonowania systemu rozliczeniowego TARGET[20]. Doprowadziło to do zwiększenia liczby dni pracy instytucji, co z kolei pozytywnie wpływa na płynność rynku[21].

Do grupy czynników, mających znaczący wpływ na rynek obligacji w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej, należy również rating emitentów obligacji, zarówno jeśli chodzi o państwo, jak i poszczególne przedsiębiorstwa. Przed ustanowieniem ostatniego, trzeciego etapu realizacji unii walutowej jednym z głównych czynników, decydujących o atrakcyjności poszczególnych obligacji, była waluta, w której były one denominowane. W tym kontekście znaczenia nabierało ryzyko kursowe, wiążące się z inwestycją w określone papiery. W konsekwencji przejścia do sztywnych kursów wymiany większego znaczenia nabrała ocena emitenta przez agencję ratingową. Ratingi kredytowe dla poszczególnych państw przedstawia tabela 3.

Tabela 3

Ratingi państw UGW (bez Grecji). Stan na 1 lipca 1999 r.

Kraj	Standard & Poors	Moody's	Kraj	Standard & Poors	Moody's
Niemcy	AAA	Aaa	Irlandia	AA+	Aaa
Francja	AAA	Aaa	Belgia	AA+	Aa1
Holandia	AAA	Aaa	Hiszpania	AA+	Aa2
Austria	AAA	Aaa	Portugalia	AA	Aa2
Luksemburg	AAA	Aaa	Włochy	AA	Aa3
Finlandia	AAA	Aaa			

Źródło: J. P. Danthine, F. Giavazzi, E. L. von Thadden, *European Financial Markets after EMU: A First Assessment*, NBER Working Paper no. 8044, s. 55.

[19] *The Impact of the Introduction of the Euro on Capital Markets*, Euro Papers, July 1997, no. 3, European Commission Brussels.

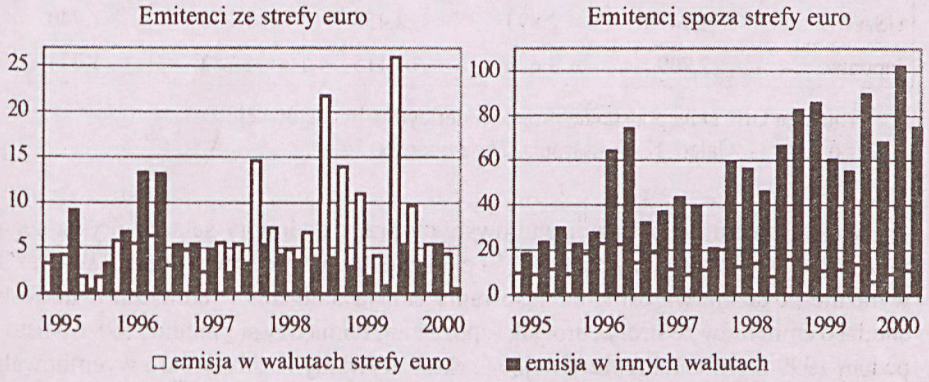
[20] *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System* – system transgranicznych, międzybankowych rozliczeń wielokwotowych w euro. Jest to system zdecentralizowany i oparty na narodowych systemach rozliczeń wielokwotowych (tzw. RTGS), w skład którego wchodzi także infrastruktura połączeń pomiędzy systemami narodowymi.

[21] J. P. Danthine, F. Giavazzi, E. L. von Thadden, *European Financial Markets after EMU: A First Assessment*, NBER Working Paper no. 8044, s. 20.

Mimo różnic pomiędzy oceną poszczególnych państw agencje ratingowe uznają, iż wraz z dalszym funkcjonowaniem UGW ratingi te będą miały tendencję do konwergencji na poziomie AAA. Chociaż grupa pięciu państw osiągnęła zbieżne ze sobą najwyższe wyniki, to wystąpiły pewne różnice w zainteresowaniu inwestorów poszczególnymi obligacjami skarbowymi. I tak dla przykładu niemieckie obligacje cieszyły się większym powodzeniem niż podobne francuskie. Z tego względu oprocentowanie tych drugich było wyższe o 9 punktów bazowych (styczeń 1999 r., obligacje 10-letnie).

Czynniki techniczne, o których była mowa, mają niewątpliwie wpływ na funkcjonowanie rynku obligacji. Wprowadzone ułatwienia przekładają się na konkretne efekty, mające swoje odzwierciedlenie np. w zwiększeniu przejrzystości rynku, tak potrzebnej dla zwiększenia jego atrakcyjności dla inwestorów. Chcąc uzyskać pełny opis zmian zachodzących na rynkach obligacji państw UGW, należy odwołać się do danych z tego rynku.

Analizę rynku należy zacząć od sytuacji w segmencie obligacji emitowanych przez podmioty sektora publicznego, a w szczególności obligacji skarbowych emitowanych przez państwa na pokrycie długu. Podstawowe dane o emisji międzynarodowych obligacji przez podmioty sektora publicznego, zlokalizowane zarówno na obszarze UGW, jak i spoza niego, w walucie euro (dla danych sprzed 1999 r. w walutach państw strefy euro) oraz innych walutach zostały zaprezentowane na wykresie 2.



Wykres 2. Emisja międzynarodowych obligacji sektora publicznego (w mld dol.)
Źródło: G. Galati, K. Tsatsaronis, *The Impact of the Euro on Europe's Financial Markets*, BIS Working Papers, July 2001, no. 100, s. 6

O ile emitenci sektora publicznego z obszaru euro zwiększyli swoje emisje w tej walucie, o tyle emitenci spoza tej strefy zareagowali dość powściągliwie, jeśli chodzi o denominowanie swoich obligacji w euro. Widać tu jednoznacznie, że zmiany narodowych walut na euro nie dały efektu dużo większego niż gdyby wziąć pod uwagę

sumę walut ze strefy euro. Tradycyjnie wiodącą rolę na rynku sektora publicznego odgrywają emisje obligacji rządowych. Rozmiar tego rynku (biorąc pod uwagę wartość nominalną emisji) jest porównywany z tym w Stanach Zjednoczonych i zgodnie z prognozami w 2002 r. ma go przewyższyć (tab. 4). Od wielu lat największy udział w emisjach obligacji skarbowych ma rząd Włoch (28% ogółu emisji długu publicznego strefy euro). Z kolei udział emisji obligacji Włoch, Niemiec, Francji, Holandii, Hiszpanii i Luksemburga stanowi aż 93% wszystkich emisji obszaru UGW[22]. Począwszy od 1996 r. zaobserwować można spadek długu publicznego w stosunku do PKB. Szczególnie w roku 2000 budżety gospodarek narodowych zasiliły wpływy z koncesji na telefonię trzeciej generacji – UMTS[23].

Duże zainteresowanie obligacjami rządowymi denominowanymi w euro należy wiązać przede wszystkim z ograniczeniem ryzyka, wynikającym z różnic kursowych. Jednocześnie wprowadzanie ujednoliconych zasad emisji na pewno służy wzrostowi przejrzystości tego rynku.

Tabela 4

Rynek obligacji rządowych (w mld dol.)

Kraje	Wartość nominalna emisji			Wartość rynkowa	
	1998	2000	2002*	1998	2000
Euro 11	3,474	2,834	2,900	2,266	2,430
USA	3,347	2,993	2,438	1,838	1,740
Japonia	2,709	3,626	4,115	1,282	1,733

*Projekcja OECD na podstawie projekcji deficytów budżetowych.

Źródło: G. Galati, K. Tsatsaronis, *The Impact*, s. 7.

W odniesieniu do obligacji emitowanych przez podmioty sektora prywatnego można zaobserwować duży postęp, jeśli chodzi o wyrażanie emisji w euro. Wykres 3 wyraźnie pokazuje wzrost zainteresowania emisją obligacji w euro, zarówno jeśli chodzi o emitentów ze strefy euro, jak i spoza niej. Pomiędzy sierpniem 1998 r. a listopadem 1999 r. emitenci reprezentujący sektor prywatny ze strefy euro wyemitowali 75% emisji obligacji we wspólnej walucie, w porównaniu do 10% ogółu emisji denominowanych w latach 1990-1998 w walutach państw strefy euro. W podobnym czasie, ale w odniesieniu do emitentów nienależących do UGW, także nastąpił przełom: wzrost emisji w euro z 2 do 21%[24]. Do najbardziej spektakularnej emisji obligacji kor-

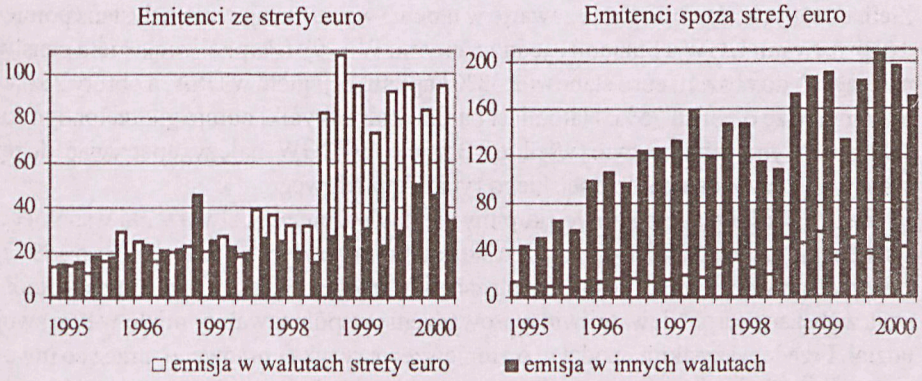
[22] *The Euro Bond Market*, European Central Bank Occasional Paper, July 2001, s. 9.

[23] *Practical Issues*, s. 20.

[24] G. Galati, K. Tsatsaronis, *The Impact of the Euro on Europe's Financial Markets*, BIS Working Papers, July 2001, no. 100, s. 11.

poracyjnych denominowanej w euro doszło w 30 czerwca 2000 r. w Niemczech, gdzie Deutsche Telekom zadłużył się na kwotę 14,5 mld euro.

Kolejną tendencją ujawnioną przy okazji wprowadzenia euro, a dotyczącą emisji prywatnych, jest tendencja do coraz większej aktywności podmiotów o ratingu niższym od AAA (według Standard & Poors). Emisje przedsiębiorstw o ratingu AA wzrosły w 1999 r. w stosunku do lat 1996-1998 o 55%, o ratingu A o 122%, natomiast o ratingu Baa aż o 529%[25]. Dane te wyraźnie świadczą o rozwoju rynku obligacji korporacyjnych. Widać, że pojawia się szansa na rozwój rynku *junk bonds* (bardzo rozwiniętego w Stanach Zjednoczonych), czyli tzw. obligacji śmieciowych, emitowanych przez przedsiębiorstwa bez ratingu.



Wykres 3. Emisja międzynarodowych obligacji sektora prywatnego (w mld dol.)
Źródło: G. Galati, K. Tsatsaronis, *The Impact*, s. 6

O ile rynek obligacji rządowych w Unii Gospodarczej i Walutowej jest bardzo dobrze rozwinięty i śmiało można go porównywać z tym w Stanach Zjednoczonych, o tyle rynek obligacji korporacyjnych pozostaje daleko w tyle. Przede wszystkim wynika to z faktu, iż przedsiębiorstwa europejskie opierają swoje finansowanie w głównej mierze na kredycie bankowym. Można zauważyć jednak, że wraz z upływem czasu rynek kapitałowy coraz częściej jest postrzegany jako atrakcyjne źródło pozyskania kapitału.

3.2. Rynek akcji

Podobnie jak w przypadku rynku obligacji, również pierwsze logiczne następstwo wprowadzenia euro na rynku akcji związane jest z redenominacją papierów warto-

[25] J. Santillan, M. Bayle, C. Thygesen, *The Impact of the Euro on Money and Bond Markets*, ECB Occasional Paper, July 2000, no. 1, s. 39.

ściowych[26]. O ile jednak na rynku obligacji problem ten ma większe znaczenie, chociażby z punktu widzenia płynności tego rynku, o tyle poruszenie tej kwestii w odniesieniu do rynku akcji ma bardziej charakter porządkowy. Nie oznacza to oczywiście, że element ten można zakwalifikować do grupy mało istotnych, jednakże istnieją inne czynniki, w większym stopniu wpływające na rynek akcji.

Czynniki, na które należy zwrócić szczególną uwagę z punktu widzenia wprowadzenia wspólnej waluty euro, skupiają się wokół problemów związanych z harmonizacją zasad obowiązujących na rynkach akcji na obszarze UGW, a także całej Unii Europejskiej. Harmonizacja ma uczynić ten rynek bardziej homogenicznym. Już od wielu lat bowiem toczą się dyskusje nad stworzeniem jednolitego rynku akcji z silną giełdą lub zrzeszeniem giełd, które będzie w stanie konkurować z giełdami w Stanach Zjednoczonych i Japonii. Dane zawarte w tabeli 5 wyraźnie ujawniają dystans pomiędzy państwami UGW a Stanami Zjednoczonymi. W 1999 r. kapitalizacja giełd państw należących do obszaru euro stanowiła 33% kapitalizacji giełd w USA, a obroty z kolei były mniejsze o ponad 75%. Natomiast bardzo dobre wyniki notuje giełda londyńska i w przyszłym członkostwie Wielkiej Brytanii w UGW należy upatrywać dużej szansy na rozwój całego europejskiego rynku kapitałowego.

Zanim bardziej szczegółowo skupimy się nad problemem stworzenia wspólnego rynku akcji, należy najpierw przyjrzeć się zmianom zaszłym na tym rynku po 1999 r. Jak przedstawia wykres 5, w roku tym nastąpił wzrost emisji akcji przez przedsiębiorstwa z obszaru euro. Niewątpliwie wprowadzenie wspólnej waluty miało w tym swój udział. Przede wszystkim chodzi tu o zmniejszenie ryzyka kursowego, przez co inwestowanie w akcje okazuje się mniej ryzykowne, a to z kolei może stymulować popyt na te papiery i tym samym przynieść zwiększoną liczbę emisji. Wzrostu emisji akcji w latach 1999-2000 nie należy jednak łączyć tylko i wyłącznie z wprowadzeniem euro. Niemałą rolę odegrały tutaj (i prawdopodobnie w głównej mierze to one stymulowały ten wzrost) takie czynniki, jak: gwałtowny rozwój przedsiębiorstw sektora telekomunikacyjnego, poszukujących ogromnego kapitału dla swego rozwoju, wzrost aktywności na rynku kapitałowym zarówno emitentów, jak i inwestorów oraz rozwój w miarę sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego[27].

Jedną z ważniejszych zmian na rynkach akcji zaobserwowanych po 1999 r. jest nastawienie inwestorów do tego rynku. Już rok wcześniej większość inwestorów

---

[26] Oprócz prostych metod redenominacji, polegających na przeliczeniu wartości akcji wyrażonej w walucie narodowej na euro i odpowiednim zaokrągleniu wyniku do 1 centa lub 1 euro, bardzo ciekawa jest ta, która polega na przejściu na akcje nieposiadające wartości nominalnej (*Non Par Value Share*). Akcje takie reprezentują tylko cząstkę kapitału akcyjnego, wyrażoną w określonym ułamku. Jest to rozwiązanie polecane w licznych publikacjach dotyczących rynku akcji, przede wszystkim ze względu na łatwość jego zastosowania i towarzyszące mu niskie koszty. Podejście to jest powszechnie stosowane w Belgii, Luksemburgu i Stanach Zjednoczonych.

[27] *Practical Issues*, s. 34.

Tabela 5

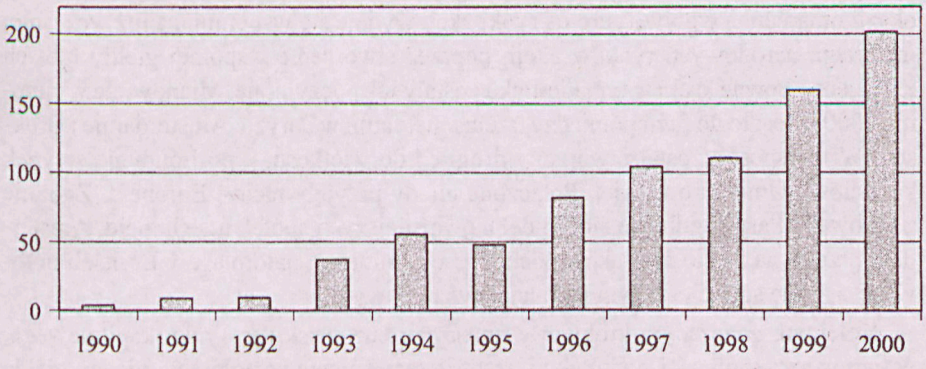
Podstawowe wskaźniki giełdowe

Kraje	Kapitalizacja (w mld dol.)				Obroty (w mld dol.)		
	1990	1995	1999	1999 (% PKB)	1990	1995	1999
Strefa euro	1 169	2 119	5 526	85	737	1 237	4 342
USA	3 059	6 858	16 773	181	1 778	5 481	19 412
Japonia	2 918	3 667	4 455	102	1 288	884	1 676
Wielka Brytania	849	1 408	2 955	206	1 701	2 078	2 292

Źródło: *70th Annual Report*, Bank for International Settlements, Basle 2000, s. 133.

podjęła działania, zmierzające do reorganizacji ich strategii inwestycyjnych związanych z inwestowaniem na rynkach europejskich. Mianowicie punktem odniesienia we wszelakich analizach stał się sektor, jaki reprezentuje dane przedsiębiorstwo, a nie kraj jego pochodzenia. Ostatnie badania, przeprowadzone przez jeden z największych amerykańskich banków inwestycyjnych Goldman Sachs, wskazują, że 75% wszystkich osób zajmującymi się inwestycjami na rynkach akcji wierzy w większe znaczenie takiego czynnika, jakim jest sektor, niż czynnik kraju (w stosunku do 10% menedżerów będących przeciwnego zdania). Dla porównania w 1997 r. wskaźniki te kształtowały się odpowiednio na poziomie 20 i 50%.

Inne spojrzenie na europejski rynek akcji pochodzi od samych spółek. Ich liczba, notowana na giełdach państw należących do strefy euro, po dużym i ciągłym wzroście



Wykres 4. Emisje akcji przedsiębiorstw strefy euro w latach 1990-2000 (w mld dol.)

Źródło: *Practical Issues*, s. 34

w latach 1990-1999, w 2000 r. zmalała z poziomu 3893 do 3800. Spadek ten jest co prawda niewielki, ale może być zapowiedzią przyszłych tendencji spadkowych, które już są widoczne na giełdach w Stanach Zjednoczonych i Japonii. Dane te jednak należy interpretować ostrożnie. Zmniejszanie się liczby notowanych spółek wcale nie oznacza, że brak jest emitentów gotowych wejść na giełdę. Spadek spowodowany jest ogólnoświatowymi tendencjami do łączenia się podmiotów. Dla infrastruktury rynku kapitałowego w Europie szczególne znaczenie będą miały fuzje w obrębie sektora finansowego, które z roku na rok przybierają na sile.

Niemałe znaczenie dla rynków kapitałowych na obszarze UGW i w całej Europie ma wzrost w tzw. sektorze nowej ekonomii, do którego ogólnie mówiąc zaliczają się przedsiębiorstwa zajmujące się wdrażaniem nowych technologii, czyli głównie rozwiązań związanych z telekomunikacją i Internetem. Nie należy jednak wzrostu w tym obszarze bezpośrednio wiązać z wprowadzeniem euro. W tym przypadku wspólna waluta stwarza raczej silne podstawy dalszego rozwoju tego segmentu, czego stymulatorem mogą być przede wszystkim uzyskane (dzięki jej wprowadzeniu) usprawnienia, dotyczące rynku papierów wartościowych i obrotu nimi. Sektor nowej technologii rozwija się szybko, o czym może świadczyć poziom emisji spółek go reprezentujących. Otóż w 2000 r. emisje spółek technologicznych stanowiły aż 78,6% ogółu nowych emisji, co oznacza niebagatelną kwotę 70,7 mld dol. Podobna tendencja utrzymywała się na początku 2001 r. Z danych tych wynika prosty wniosek, że należy tak zmieniać infrastrukturę giełdową, aby uczynić rynek akcji w Europie na tyle atrakcyjny, by spółki te decydowały się plasować na nim swoje papiery.

Wszystkie wymienione wcześniej zmiany, które nastąpiły na rynkach akcji po roku 1999, można w jakiś sposób wiązać z wprowadzeniem euro. Związek ten w jednym przypadku będzie silniejszy, a w drugim nieco słabszy. Najbardziej istotna przy okazji omawiania wpływu euro na rynki akcji wydaje się wspomniana już wcześniej integracja narodowych rynków akcji, poprzez stworzenie wspólnej giełdy lub ich zrzeszenia. Pewne kroki w tym kierunku zostały już poczynione. Mianowicie w sierpniu 2000 r. doszło do fuzji pomiędzy trzema giełdami: w Paryżu, Amsterdamie i Brukseli. W ten sposób został utworzony drugi co do wielkości – po Londynie – rynek kapitałowy Unii Europejskiej. Połączone giełdy przyjęły nazwę Euronext. Zgodnie z umową w Paryżu odbywa się handel najważniejszych spółek trzech giełd, Amsterdam przejął na siebie transakcje pochodne i terminowe, natomiast w Brukseli notowane są małe spółki o dużym potencjale wzrostowym[28].

Kolejnym znaczącym krokiem w integracji europejskiego rynku kapitałowego, w tym w szczególności rynku akcji, jest też zacieśnienie współpracy między giełdą w Londynie (*London Stock Exchange*) i giełdą we Frankfurcie (*Deutsche Börse*).

---

[28] *Report on Consolidation in the Financial Sector*, G10 Working Party on Financial Sector Consolidation, January 2001, s. 61.

Finalne połączenie tych dwóch giełd z pewnością wprowadzi duże zmiany na rynku europejskim. Szczególnie zaangażowanie giełdy w Londynie, która należy do największych i najbardziej rozwiniętych na świecie, będzie milowym krokiem w tym kierunku. Jednocześnie pod znakiem zapytania pozostaje przyszłość wszystkich mniejszych giełd europejskich. Wiele spółek z pewnością zechce przenieść notowanie swoich papierów na większe giełdy, dające dostęp do szerszego źródła finansowania po niższych kosztach.

Wszystkie wymienione zmiany na rynkach akcji w krajach Wspólnoty Europejskiej, a w szczególności na terenie UGW, można w jakiś sposób powiązać z wprowadzeniem euro. Jednak euro raczej przyczyniło się do przyspieszenia pewnych zmian na tych rynkach, będących w głównej mierze wynikiem ogólnoświatowych trendów.

4. Perspektywy stworzenia wspólnego rynku papierów wartościowych na obszarze Unii Europejskiej

Utworzenie 1 stycznia 1999 r. Unii Gospodarczej i Walutowej stanowi ważne wydarzenie gospodarcze w skali całej Europy, obejmujące swoimi konsekwencjami nie tylko państwa tego regionu. Jednym z obszarów gospodarki, na który wprowadzenie euro ma największy wpływ, są rynki papierów wartościowych, będące integralną częścią rynków kapitałowych. Przedstawiony w opracowaniu wpływ euro na rynki kapitałowe krajów Unii Gospodarczej i Walutowej podnosi różne kwestie funkcjonowania tego rynku po zastąpieniu walut narodowych przez euro. Zostały ukazane tutaj problemy czysto techniczne, takie jak redenominacja papierów wartościowych, a także wielkości charakteryzujące rynki zarówno akcji, jak i obligacji przed i po wprowadzeniu wspólnej waluty. Dodatkowo poruszony został problem harmonizacji zasad panujących na obu rynkach. I właśnie ten aspekt wprowadzenia euro prowadzi do podjęcia rozważań na temat stworzenia wspólnego rynku papierów wartościowych już nie tylko na obszarze Unii Gospodarczej i Walutowej, ale także całej Unii Europejskiej.

Z danych zamieszczonych w opracowaniu jasno wynika, że Unia Gospodarcza i Walutowa stanowi – zaraz po Stanach Zjednoczonych – największy rynek kapitałowy na świecie. Mimo iż stopniem swojego rozwoju rynek ten sporo odbiega od tego w USA, to dokonało się na nim wiele pozytywnych zmian w przekroju poszczególnych rynków papierów wartościowych. Przykładów daleko nie trzeba szukać, wystarczy spojrzeć na rynek obligacji korporacyjnych, który notuje duży wzrost emisji. Co najważniejsze, coraz więcej przedsiębiorstw decyduje się na pozyskanie kapitału tą drogą i to nie tylko przedsiębiorstw o najwyższej renomie, ale także tych, które dopiero się rozwijają.

Oprócz tego segmentu pozytywne zmiany zaszły także na rynku obligacji rządowych, który już osiągnął wyższy poziom rozwoju (przynajmniej jeśli chodzi

o wielkość emisji) od tego w Stanach Zjednoczonych. Tak samo na rynku akcji od momentu ustanowienia UGW dokonują się widoczne przeobrażenia. O ile jednak powiązanie rozwoju rynku obligacji z wprowadzeniem euro jest dość widoczne, o tyle związek ten w przypadku rynku akcji jest mniej oczywisty. Należy go raczej wiązać z ogólnoświatowymi trendami występującymi na tym rynku (znoszenie barier hamujących wzrost efektywności, zwiększanie przejrzystości rynków).

Zmiany na rynkach papierów wartościowych, o których była mowa w opracowaniu, zaszłe po wprowadzeniu euro, składają się na większą całość, jaką jest idea stworzenia jednolitego rynku finansowego na obszarze Unii Europejskiej. W 1999 r. Komisja Europejska uchwaliła tzw. *Financial Services Action Plan* (FSAP), w którym został zawarty program tworzenia paneuropejskiego rynku kapitałowego. W planie tym umieszczono konkretne postulaty, związane z harmonizacją zasad panujących na tych rynkach we wszystkich państwach Unii Europejskiej. Chodzi tu m.in. o stworzenie nadzoru nad sposobem świadczenia usług przez firmy inwestycyjne, ujednoliceniem zawartości prospektów emisyjnych przy emisjach transgranicznych oraz standardów rachunkowości[29].

Kolejne ustalenia w zakresie tworzenia wspólnego rynku zostały poczynione w czasie szczytu państw Unii Europejskiej w Lizbonie w 2000 r. Wtedy to padły konkretne deklaracje, zgodnie z którymi tworzenie wspólnego rynku papierów wartościowych, a szerzej jednolitego rynku finansowego ma nastąpić w 2005 r. Cel ten ma zostać osiągnięty przez intensyfikacje realizacji poszczególnych zadań, objętych już przez *Financial Services Action Plan*.

Z pewnością ambicją państw Unii Europejskiej, a w szczególności członków Unii Gospodarczej i Walutowej, jest stworzenie wspólnego i efektywnego rynku papierów wartościowych. Rynek ten mógłby stanowić w niedalekiej przyszłości przeciwwagę dla amerykańskiego. Jednakże porównując te dwa rynki, widzimy istotne różnice, które w równym stopniu dotyczą rynku akcji i rynku obligacji. Przede wszystkim funkcjonowaniu tych rynków w Stanach Zjednoczonych towarzyszą znacznie niższe koszty od tych ponoszonych przez państwa UGW. I tak dla przykładu w obszarze euro funkcjonuje równolegle około 30 systemów rozliczeniowych, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych jedynie 2 systemy płatności wielokwotowych, 2 systemy rozliczeń związanych z papierami wartościowymi oraz 3 systemy płatności detalicznych. Oprócz tego czas przeprowadzania poszczególnych operacji na terenie UGW jest dłuższy i dodatkowo odbywa się to po znacznie wyższych kosztach niż w USA[30]. Pewnym postępem w tym zakresie było uruchomienie systemu płatności wielokwotowych TARGET, jednakże nie spełnia on jeszcze do końca swoich funkcji.

Niedostosowanie systemów płatniczych jest tylko jednym z wielu problemów, jakie stoją na przeszkodzie pełnej integracji rynków papierów wartościowych

[29] J. Siatkowski, *Wspólny rynek papierów wartościowych*, GG Parkiet nr 1679 z 17 I 2001, s. 36.

[30] J. P. Danthine, F. Giavazzi, E. L. von Thadden, *European Financial Markets*, s. 15.

w Europie. Pełna lista barier stojących na przed pełną unifikacją poszczególnych rynków w strukturach UGW została zaprezentowana w tzw. Raporcie Lamfalussy'ego[30], opublikowanym w marcu 2001 r. Do najważniejszych przeszkód zgodnie z raportem zaliczyć należy:

- znaczne różnice w uregulowaniach prawnych dotyczących rynku papierów wartościowych (np. procedury emisyjne, procedury upadłościowe spółek itd.),
- różnice w systemie podatkowym (np. różnice w stosowaniu tzw. *witholding tax*, czyli podatku od zysków kapitałowych, nakładanego głównie na nierezydentów),
- bariery polityczne (np. tendencja do ochrony rynków krajowych przez poszczególne rządy, niekoniecznie będąca w zgodzie z efektywnymi rozwiązaniami dotyczącymi całego rynku),
- bariery kulturowe (obejmujące różnice w postrzeganiu takich elementów, jak kompetencje poszczególnych władz państwowych w zakresie prowadzonej polityki, a także nastawienie przedsiębiorców czy też inwestorów w poszczególnych krajach).

Rozwiązanie wymienionych problemów z pewnością nie należy do rzeczy najłatwiejszych. Trudno jest jednoznacznie określić, czy i kiedy zostaną zrealizowane ambitne plany nakreślone w czasie szczytu państw Unii Europejskiej w Lizbonie. I mimo iż wiele zadań, zmierzających do utworzenia wspólnego rynku finansowego, zostało już zrealizowanych, to zgodnie z Raportem Lamfalussy'ego należy zwiększyć intensywność kolejnych działań, a także determinację poszczególnych państw w osiąganiu wspólnego celu.

INTRODUCTION OF THE EURO VS SECURITY MARKETS OF THE ECONOMIC AND MONETARY UNION

Summary

The article concerns changes occurring on the markets of securities of the member-states of the Economic and Monetary Union connected with the introduction of the common currency – the euro. Presentation of the concept of the EMU is a starting point for this problem. Particular attention is paid to the currency – the euro itself as the most significant element of the Union, and mainly to its importance for the financial markets.

[30] *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001, s. 11, 12.

Two most significant parts of this market: market of bonds (government's and private) and the market of shares were analysed as regards the influence of the euro on the markets of securities. The article presents those direct consequences of the introduction of the euro which concern technical aspects of the functioning of these markets. This, first of all, means such factors as re-denomination of the already issued securities and harmonization of their circulation within the EMU. Moreover, the author characterizes the market of bonds and shares as regards the size of emission and its structure, trying at the same time to relate certain changes which occurred on those markets after 1999 with the introduction of the euro.

The problems connected with the markets of securities, presented in the paper, are only a small part of a much wider question which is creation of the common financial market, not only within the EMU but also within the whole European Union. The common financial market is to become more transparent and thanks to that more effective than individual markets of the EU member states. It should be an attractive alternative for the financial market of the USA which is regarded as the most developed in the world.