

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

INTEGRACIJA FINANČNIH TRGOV V EVROPI

Ljubljana, junij 2006

MOJCA KOTNIK

IZJAVA

Študentka Mojca Kotnik izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Igorja Mastena in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

1	UVOD	3
2	FINANČNI TRG	4
2.1	OPREDELITEV IN DELITEV FINANČNIH TRGOV	4
2.2	POMEN FINANČNIH TRGOV IN NJEGOVE FUNKCIJE	5
3	FINANČNA INTEGRACIJA: DEFINICIJA IN PREDNOSTI.....	6
3.1	DEFINICIJA FINANČNE INTEGRACIJE.....	6
3.2	PREDNOSTI FINANČNE INTEGRACIJE	8
3.2.1	<i>DELITEV TVEGANJA.....</i>	<i>8</i>
3.2.2	<i>BOLJŠA RAZPOREDITEV KAPITALA</i>	<i>9</i>
3.2.3	<i>GOSPODARSKA RAST.....</i>	<i>9</i>
3.2.4	<i>TEORETIČNA OPOZORILA</i>	<i>11</i>
3.2.5	<i>POLITIČNO EKONOMSKE OVIRE NA POTI FINANČNE INTEGRACIJE EVROPSKE UNIJE</i>	<i>12</i>
4	MERJENJE EVROPSKE FINANČNE INTEGRACIJE	16
4.1	EVROPSKI DENARNI TRGI	18
4.1.1	<i>NEZAVAROVAN DEPOZITNI TRG</i>	<i>18</i>
4.1.2	<i>REPO TRG</i>	<i>20</i>
4.2	EVROPSKI TRGI DRŽAVNIH OBVEZNIC	22
4.2.1	<i>NA CENO VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA DRŽAVNIH OBVEZNIC</i>	<i>22</i>
4.2.2	<i>NA NOVICE VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA DRŽAVNIH OBVEZNIC</i>	<i>23</i>
4.3	EVROPSKI TRGI PODJETNIŠKIH OBVEZNIC.....	26
4.3.1	<i>NA CENO VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA PODJETNIŠKIH OBVEZNIC</i>	<i>26</i>
4.3.2	<i>NA KOLIČINO VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA PODJETNIŠKIH OBVEZNIC</i>	<i>28</i>
4.4	EVROPSKI KREDITNI TRGI	29
4.4.1	<i>NA CENO VEZANA MERILA INTEGRACIJE BANČNIŠTVA</i>	<i>29</i>
4.4.2	<i>NA NOVICE VEZANA MERILA INTEGRACIJE BANČNIŠTVA</i>	<i>31</i>
4.5	EVROPSKI DELNIŠKI TRGI.....	33
4.5.1	<i>NA NOVICE VEZANA MERILA INTEGRACIJE DELNIŠKIH TRGOV</i>	<i>33</i>
4.5.2	<i>NA KOLIČINO VEZANA MERILA INTEGRACIJE DELNIŠKIH TRGOV</i>	<i>36</i>
5	SKLEP	37
	LITERATURA	39
	VIRI	40

1 UVOD

V zadnjih dvajsetih letih se je evropsko finančno okolje močno spremenilo. Ustanovitev Ekonomske in monetarne unije (EMU) in uvedba evra, kot skupne valute 1. januarja 1999, so te spremembe le še pospešile. Dodatni faktorji, ki so vplivali na hiter razvoj evropskega finančnega sistema so program vzpostavitve enotnega trga, razvoj informacijske tehnologije, finančne inovacije, liberalizacija finančnih trgov, globalizacija in večja konkurenca. Uvedba nove valute je imela pomemben vpliv na evropske finančne trge, tako na njihov obseg, kot tudi na strukturo transakcij na teh trgih. Odprava valutnega tveganja, do katere je prišlo zaradi uvedbe enotne valute, je predstavljala pomemben korak k ustvarjanju enotnega finančnega trga v Evropi. Z večjo likvidnostjo, obsegom, učinkovitostjo in večjo mednarodno pomembnost evropski trg postaja primerljiv z ameriškim trgom.

Enotni finančni trg ima izjemen pomen pri razvoju Evropske unije, ker pomembno vpliva na izboljšano alokacijo kapitala v evropskem gospodarstvu, bolj učinkovito posredovanje evropskih prihrankov v naložbe ter v končni fazi okrepitev gospodarstva EU, s čimer naj bi slednje postalo bolj privlačno za domače in tuje naložbe. Proces njegovega nastajanja bi se lahko odvijal mnogo hitreje, če se ne bi srečeval z določenimi ovirami. Te ovire lahko razdelimo na politične in na naravne. Za naravne ovire velja, da jih je nemogoče odpraviti oziroma mora za to preteči veliko časa, medtem ko je za odpravo političnih ovir potrebno le nekoliko več politične volje. V ta namen so v Evropski uniji ustanovili posebno delovno skupino, katere glavna naloga je bila priprava nekakšnega temeljnega načrta za odstranitev prej omenjenih ovir. Tako je leta 1999 nastal Akcijski načrt za finančne storitve (Financial Services Action Plan oz. FSAP), ki temelji na programu 42 zakonodajnih ukrepov, ki naj bi pripeljali do zelenega cilja.

Med procesom integracije evropskih finančnih trgov je prišlo do različnih stopenj integriranosti po posameznih segmentih trga. Namen diplomskega dela je predstaviti pomen razvitosti finančnih trgov in skupek specifičnih meril za merjenje stanja in razvoja finančne integracije v Evropi ter dosežene stopnje integriranosti po posameznih segmentih finančnega trga.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavij, ki vključujejo uvod, tri vsebinske sklope in sklep. Prvi vsebinski sklop diplomskega dela vsebuje splošno opredelitev finančnih trgov in njihov pomen za gospodarstvo, razvoj, alokacijo kapitala in porazdelitev tveganj.

V drugem vsebinskem sklopu diplomskega dela je na začetku predstavljena sama definicija finančne integracije, sledijo povzetki izsledkov študij o znanih pozitivnih vplivih finančne integracije za gospodarsko rast, dodatne možnosti za delitev tveganj in boljšo razporeditev kapitala. V nadaljevanju so predstavljene tudi nevarnosti, ki jih prinaša finančna integracija oziroma ovire za njeno vzpostavitev.

V tretjem vsebinskem sklopu so predstavljena posamezna merila za ocenitev dosežene stopnje integracije evropskega finančnega trga ter njihovi rezultati za pet ključnih evropskih trgov, in sicer denarni trg, trg podjetniških obveznic, trg državnih obveznic, kreditni in delniški trg.

2 FINANČNI TRG

2.1 OPREDELITEV IN DELITEV FINANČNIH TRGOV

Finančni trgi so del finančnega sistema, v katerega sodijo še finančne institucije in instrumenti. Finančni trg pomeni skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. Prva in osnovna funkcija finančnih trgov je učinkovito alociranje finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam. Pri tem so suficitne gospodarske celice tiste, ki imajo finančne prihranke, deficitne pa tiste, ki investirajo več, kot prihranijo same. Ta prenos oz. alokacija lahko poteka na dva načina: z neposrednim finančnim tokom med obema subjektoma ali preko posrednega finančnega toka, kjer med obema subjektoma nastopa finančni posrednik. Načeloma sistem ne zahteva nekega konkretnega kraja, kjer se ta izmenjava izvaja (Prohaska, 1999, str. 3–10).

Druga osnovna funkcija finančnih trgov izhaja iz razdelitve na posredni in neposredni finančni trg. Na prvem se izdajajo primarni vrednostni papirji, ki jih izdajatelji neposredno prodajajo končnim kupcem. Ti kupci lahko potem primarne vrednostne papirje prodajajo naprej finančnim institucijam, ki na ta način ustvarjajo posredne vrednostne papirje.

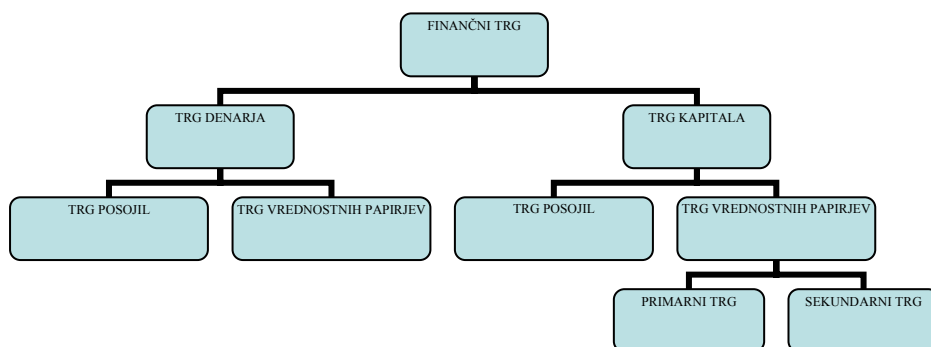
Z vidika izdaje vrednostnih papirjev lahko finančni trg delimo na primarni in sekundarni trg. Na primarnem oziroma emisijskem trgu se izdajajo novi vrednostni papirji, na sekundarnem pa se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji. Sekundarni trg je tisti, ki omogoča visoko likvidnost finančnih instrumentov.

Glede na zakonsko obveznost izdajatelja vrednostnega papirja ločimo trg vrednostnih papirjev s stalnim donosom ali trg dolžniškega kapitala in trg vrednostnih papirjev s spremenljivim donosom ali trg lastniškega kapitala.

Po kriteriju zapadlosti finančnih instrumentov delimo finančni trg na denarni trg in na trg kapitala. Običajen rok oziroma kriterij razlikovanja je eno leto. Tako se na denarnem trgu trguje s kratkoročnimi instrumenti, katerih preostala dospelost je krajša od enega leta, medtem ko je kapitalski trg namenjen trgovanju z dolgoročnimi instrumenti. V širšem smislu lahko trg kapitala razdelimo na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev in trg dolgoročnih posojil. Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev predstavlja trg kapitala v ožjem smislu, kjer se trguje z vrednostnimi papirji s stalnim in spremenljivim donosom ter dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji. Ta trg imenujemo tudi odprti trg. Trg dolgoročnih posojil, na katerem ni

vrednostnih papirjev in gre za bilateralne odnose med posojilodajalcem in posojilojemalcem, imenujemo tudi pogodbeni trg.

Slika 1: Delitev finančnega trga



Vir: Petrelin, Repovž, 2000, str. 35.

2.2 POMEN FINANČNIH TRGOV IN NJEGOVE FUNKCIJE

Finančni trgi opravljajo dve funkciji, in sicer ekonomsko in finančno.

Ekonomska funkcija finančnih trgov pomeni, da trgi omogočajo učinkovit prenos prihrankov od varčevalcev na vlagatelje, kar zagotavlja, da investirajo samo tisti ekonomski subjekti, ki imajo najboljše sposobnosti in zmožnosti, vsi drugi pa varčujejo. S tem se povečujeta premoženje in poraba varčevalcev, vlagateljev in celotne ekonomije. Učinkovitost finančnega trga pa je odvisna od njegove razvitosti in od države, ki lahko z urejanjem finančnih trgov preusmerja tok prihrankov.

Finančna funkcija finančnih trgov omogoča zagotavljanje likvidnosti in možnost razpršitve naložb. Če varčevalec lahko svoje prihranke v nadenarni obliki brez težav spremeni v denar, ki ga uporabi za realno naložbo ali potrošnjo, ga ta lastnost prihrankov spodbuja k varčevanju. Večje varčevanje pa je predpogoj za realno investiranje in gospodarski razvoj. Finančni trg tako zagotavlja likvidnost, saj je na njem mogoče prodati finančne naložbe, kar pa je odvisno od razvitosti in velikosti finančnega trga. Finančni trg omogoča tudi razpršitev prihrankov v različne naložbe, ki so običajno deljive. Država ali podjetje, ki potrebuje dodatna finančna sredstva, izda vrednostne papirje, od katerih vsak pomeni samo del celotne vsote. Tako lahko vsak varčevalec kupi bolj ali manj poljuben del na primer dodatnega dolga države ali podjetja v obliki obveznic. S tem ko kupuje različne vrednostne papirje različnih ekonomskih subjektov, zmanjšuje tveganje, da njegovi prihranki ne bodo vrnjeni ali da mu ne bodo prinašali pričakovanega donosa (Peterlin, Repovž, 2000, str. 33–34).

Razvit finančni sektor predstavlja pomembno podlago za uravnoteženo in vzdržno gospodarsko rast. Nerazvitost in ranljivost finančnega sektorja na drugi strani hitro lahko ogrozi uresničevanje zastavljene makroekonomske politike in njeno stabilnost. To se je lepo pokazalo v tranzicijskih državah, kjer je bila uspešnost reforme bančnega sistema nujna za fiskalno in monetarno stabilnost (Feldman, Wagner, 2002, str. 13).

Dobro razvit trg kapitala nudi veliko koristi. Rastočim podjetjem zagotavlja cenejši dostop do kapitala, tako podjetja niso več odvisna le od notranjih virov in se lahko hitreje razvijajo, kar posledično vpliva na povečanje gospodarske rasti. Tudi borze imajo prednosti pred ostalimi načini zbiranja kapitala. Podjetja niso več tako odvisna od dolžniškega kapitala in so tako manj izpostavljena krizam ob morebitnih težavah pri servisiranju dolga (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 1).

Pri financiranju gospodarstva načeloma ločimo bančno financiranje ali financiranje, ki temelji na oblikovanju dolgoročnega upniško-dolžniškega razmerja in tržno financiranje. Glede na to, da je v določenih državah bančni sistem najpomembnejši vir financiranja podjetij, v drugih pa ima to vlogo trg kapitala¹, se pojavlja vprašanje, ali je tip finančnega sistema pomemben za gospodarsko rast ali ne. Raziskave so pokazale, da nobena finančna struktura ni prevladujoča, zato se z ekonomskimi politikami ne sme favorizirati ene ali druge. Pomembna je vzpostavitev razmer za učinkovito opravljanje finančnih storitev, kar vključuje učinkovito zaščito investorjev, transparentnost in visokokakovostne računovodske standarde. Poudarjena vloga enotnega trga (seveda ne samo finančnega) je izpostavljena tudi med politikami za spodbujanje gospodarske rasti v zaključnem delu Sapirjevega poročila (Deželan, Košak, 2004, str. 100–101).

3 FINANČNA INTEGRACIJA: DEFINICIJA IN PREDNOSTI

V tem poglavju je najprej predstavljena definicija finančne integracije. Nato sledi kratek pregled prednosti in tudi nevarnosti, ki jih prinaša finančna integracija.

3.1 DEFINICIJA FINANČNE INTEGRACIJE

Definicija integriranega finančnega trga je naslednja (Baele et al., 2004, str. 6–10):

¹ Kontinentalna Evropa ima bančno orientiran sistem z večjimi bančnimi in manjšimi tržnimi sistemi, medtem ko ima Severna Amerika tržno orientiran sistem z velikimi finančnimi trgi (Freixas et al., 2004, str. 477). V tem je nekaj resnice, vendar Allen, Chui in Maddaloni (2004, str. 490-494) pišejo, da ta razlika ne zdrži natančnega pregleda. Drži, da ima kontinentalna Evropa velike bančne sisteme in relativno majhne delniške trge, vendar je pri tem pomembno omeniti, da ima tudi velike obvezniške trge. Japonska, ki ima prav tako bančno orientiran sistem, nima samo velikih bančnih sistemov, temveč tudi ogromne finančne trge – obvezniške in delniške. Značilnosti tržno orientiranega sistema se izrazito kažejo samo v ZDA, ki imajo relativno velike obvezniške in delniške trge ter majhne bančne trge.

Trg, na katerem se uporablja serija finančnih orodij in/ali storitev, je popolnoma integriran takrat, kadar vsi potencialni udeleženci na trgu, ki imajo ustrezne značilnosti,

- 1) sprejmejo ista pravila, ko se odločajo za poslovanje s finančnimi instrumenti in/ali storitvami,
- 2) imajo enake možnosti dostopanja do zgoraj omenjenih finančnih instrumentov in/ali storitev,
- 3) so enakovredni, ko se pojavijo na trgu.

Sprejeta definicija finančne integracije vsebuje tri pomembne značilnosti.

Prvič. Je popolnoma neodvisna od finančnih struktur znotraj posameznih regij. Finančne strukture zajemajo vse finančne posrednike – ustanove ali trg – in njihovo medsebojno povezovanje v primeru pretoka kapitala v gospodinjstva, vladne ustanove in podjetja ter iz njih. To, da posamezne regije pred integracijo razvijejo različne finančne strukture, je nekaj povsem običajnega. Ker pa stare navade ostajajo, tudi ne preseneča dejstvo, da marsikatera regija tudi po integraciji ohrani svoje finančne strukture. Pravzaprav je težko trditi, da finančna integracija pripelje do zbliževanja finančnih struktur. Hartmann in sodelavci (2003) opazajo, da je pomembnost depozitov v različnih valutah in posojil na različnih evroobmočjih postala precej raznolika, tudi po uvedbi evra.

Drugič. Nasprotja med postopkom posredovanja – dostopom ali investiranjem kapitala preko ustanov ali trga – lahko trajajo še po tem, ko je proces finančne integracije zaključen. Zgornja definicija poudarja, da bistvo finančne integracije ni odstraniti vsa nasprotja, ki ovirajo optimalno razporeditev kapitala. Finančna integracija se osredotoča na sorazmerne in nesorazmerne vplive teh nasprotij na različna območja. To pomeni, da se kljub prisotnosti različnih nasprotij območja lahko finančno integrirajo, vendar samo v primeru, da je vpliv nasprotij na teh območjih sorazmeren. Vzemimo za primer Francijo in Nemčijo kot eno območje. Na primer, da morajo biti po zakonu vse finančne pogodbe v dani državi napisane v uradnem jeziku te države. Na nemške državljane, ki bodo sklepali pogodbe v Franciji, bo to v primerjavi s Francozi imelo nesorazmeren vpliv, saj bodo morali prvi za prevajanje pogodb kriti stroške prevajanja, medtem ko slednjim ne bo treba. Ali pa, da morajo biti po zakonu vse pogodbe napisane v nekem tretjem jeziku. Tudi v tem primeru bi prišlo do nasprotij, saj bi morali oboji plačati stroške prevajanja pogodb iz tretjega jezika v njihov materni jezik. Vendar bi v tem primeru nasprotja imela sorazmeren vpliv tako na Francoze kot na Nemce, kar pomeni, da ne bi predstavljala ovire za finančno integracijo obeh držav. V naslednjem poglavju Merjenje evropske finančne integracije je opisana osnova ocenjevanja finančne integracije, pri kateri se merila, ki temeljijo na ceni, precej navezujejo na ta vidik definicije. Tretjič. Zgornja definicija finančne integracije ločuje dva sestavna elementa finančnega trga – ponudbo in povpraševanje po možnostih investiranja. Popolna integracija omogoča investitorjem (povpraševanje po možnostih investiranja) in podjetjem (ponudba možnosti

investiranja, npr. možnost nakupa delnic) enakovreden dostop do bank in trgovanja, do sistemov kliringa in poravnave poslov, ne glede na to, od kod prihajajo. Poleg tega to pomeni, da ko je dostop enkrat omogočen, na trgu ne sme priti do diskriminacije primerljivih udeležencev na podlagi območja, s katerega prihajajo. Kadar neka struktura na primer zaradi nacionalnih zakonskih omejitev sistematično omejuje možnosti tujih investicij, potem območje ni finančno integrirano. Območje je lahko tudi delno finančno integrirano. O delno njem govorimo takrat, ko npr. neko območje ne daje prednosti domačim investitorjem pred tujimi, vendar omejuje prodajo delnic tujih podjetij na domači borzi. Na ta vidik definicije pa se navezujejo merila za merjenje finančne integracije, ki temeljijo na količini.

Sprejeta definicija finančne integracije je tesno povezana z zakonom ene cene (*law of one price*), ki so ga številne druge študije izbrale za samo definicijo finančne integracije. Ta zakon določa, da naj bi sredstva, pri katerih so tveganja in zaslužki enaki, imela enake cene, ne glede na to, kje se z njimi trguje. Zgoraj omenjena definicija finančne integracije vključuje tudi zakon ene cene. Če obstajajo odstopanja od zakona ene cene, potem je veliko možnosti za arbitražo. Vendar če investiranje kapitala ni diskriminatorno, potem imajo vsi investitorji možnost izkoristiti arbitražo, ki pa bo s tem prenehala obstajati, in tako bo zakon ene cene postal ponovno veljaven.

Kljub temu da je zakon ene cene privlačen, saj omogoča upoštevanje kvantitativnih meril finančne integracije, pa vseeno ne vključuje pomembnega vidika finančne integracije, in sicer nima nadzora nad tem, ali je ponudba možnosti investiranja diskriminatorna ali ne. Zakon ene cene je v praksi možno preveriti samo z instrumenti, ki so navedeni oz. določeni. Ravno zaradi tega nam analiza, ki bi temeljila na zakonu ene cene, ne more služiti kot merilo pri ocenjevanju finančne integracije tistih instrumentov, ki niso na seznamu. Kot primer lahko vzamemo neka sredstva, ki zaradi diskriminatorne politike borze niso na seznamu. Možno je, da zakon ene cene obstaja, vendar ne moremo govoriti o finančno integriranem območju. Zato je sprejeta definicija nekoliko bolj splošna definicija finančne integracije. Preverjanje veljavnosti zakona ene cene pa še naprej ostaja merilo za razvijanje kvantitativnih meril ocenjevanja finančne integracije.

3.2 PREDNOSTI FINANČNE INTEGRACIJE

V tem poglavju so obravnavane tri priznane, medsebojno povezane prednosti finančne integracije: več možnosti za delitev in razpršitev tveganja, boljša razporeditev kapitala med različnimi investicijskimi možnostmi in možnost višje rasti. Sledi podrobna obravnava vseh prednosti, pa tudi slabosti.

3.2.1 DELITEV TVEGANJA

Finančna integracija bi morala ponujati dodatne možnosti za delitev tveganja in za medčasovno razporeditev potrošnje (*intertemporally consumption*), kar predstavlja

pomemben element finančne integracije. Kalemli-Ozcan in sodelavci (2003) ponujajo empirične dokaze, da delitev tveganja med različnimi regijami poveča specializacijo produkcije, kar privede do znanih prednosti integracije. Povečanje števila finančnih instrumentov in skupnega lastništva sredstev kot posledice finančne integracije naj bi ponujalo dodatne možnosti za razpršitev portfeljev in delitev tveganj med različnimi regijami. Iz teoretičnih modelov delitve tveganja je znano, da kadar si posredniki v neki regiji popolnoma razdelijo tveganje, se njihova poraba giblje podobno kot poraba posrednikov v drugih regijah tega območja. Ne spreminja pa se glede na pretrese v posameznih regijah. Obstaja veliko dokazov, zaradi katerih je možno trditi, da ta stopnja delitve tveganja še ni dosežena na evroobmočju. Adjaoute in Danthine (2003) ugotavljata, da stopnje rasti porabe na evroobmočju niso v korelaciji tako kot stopnje rasti BDP, kar nakazuje dejstvo, da možnosti delitve tveganja niso niti približno izkoriščene. Ta trditev dopolnjuje študijo Adama in sodelavcev (2002), ki zavračajo hipotezo o stopnjah rasti porabe, na katere naj nenavadne razlike v rasti BDP ne bi imele vpliva. Zato naj bi nadaljnja finančna integracija prinesla številne prednosti, ki bi jih bilo treba izkoristiti.

3.2.2 BOLJŠA RAZPOREDITEV KAPITALA

Obstaja splošno sprejeto mnenje o tem, da boljša finančna integracija omogoča boljšo razporeditev kapitala. Popolna odprava vseh omejitev bi na področju trgovanja ter pri sistemih kliringa in/ali poravnave poslov omogočila podjetjem, da izberejo najbolj učinkovit način trgovanja, sistem kliringa in/ali poravnave poslov. Poleg tega pa bodo lahko investitorji vložili svoja sredstva tja, kjer verjamejo, da bo njihova razporeditev najbolj produktivna. Tako bo imela večina ali pa vsi investitorji na voljo več možnosti za produktivno investiranje, kar bo pripeljalo do boljše razporeditve kapitala (Baele et al., 2004, str. 8).

3.2.3 GOSPODARSKA RAST

Še ena posledica boljše finančne integracije, ki je delno povezana tudi z zgoraj omenjeno razporeditvijo kapitala, je dodatna gospodarska rast. O pozitivnem vplivu razvitosti finančnih sistemov na gospodarsko rast govorijo tudi številne teoretične in empirične študije, katerih začetke lahko najdemo že pri Schumpetru.

Mnoge od teh študij potrjujejo prepričanje, da finančni posredniki spodbujajo razvoj predvsem z vplivom na rast skupne faktorske produktivnosti. Beck in sodelavci (2000) so tako ugotovili statistično značilno pozitivno povezavo med razvitostjo finančnih posrednikov in stopnjo rasti BDP na prebivalca ter stopnjo rasti skupne faktorske produktivnosti. Podobno sta Levine in Zervos (1998) empirično ugotovila, da obstaja statistično značilen pozitiven vpliv likvidnosti trga vrednostnih papirjev na tekoče in prihodnje stopnje gospodarske rasti, produktivnosti in fizičnega kapitala. Rajan in Zingales (1998) sta pokazala, da razviti finančni trgi pomembno spodbujajo rast tistih sektorjev gospodarstva, ki pri svojem poslovanju rabijo

več zunanjih virov financiranja. To hkrati pomeni, da razvit finančni trg predstavlja primerjalno prednost držav v panogah, ki se financirajo predvsem z zunanjimi viri (Deželan, Košak, 2004, str. 100).

Finančna integracija naj bi povečala pretok sredstev v določenih regijah. To naj bi se zgodilo vsakič, ko finančna integracija olajša dostop do možnosti investiranja v teh regijah, pod pogojem, da so te regije bolj produktivne od tujih. Pritok dodatnih sredstev pa ima za verjetno posledico tudi boljši finančni razvoj te regije (Gianetti et al., 2002). Avtorji tega poročila trdijo, da bo proces integracije povečal konkurenco znotraj manj razvitih regij in s tem izboljšal učinkovitost njihovih finančnih sistemov, npr. z znižanimi stroški posredništva. To naj bi naredilo finančne sisteme teh regij bolj privlačne, kar bi pomenilo povečano udeležbo domačih in tujih posrednikov ter nadaljnji razvoj finančnih sistemov.

Alternativna možnost pa bi bila ta, da finančni sistem v finančno bolj razvitih regijah prevzame del ali pa vse postopke posredništva v finančno najmanj razvitih regijah. Takšen je predvsem primer pri novih državah članicah EU. V študiji Evropske centralne banke (Finančni sektorji v državah pristopnicah, 2002) je opaziti visoko tujo udeležbo na skoraj vseh finančnih segmentih teh držav. Kadar govorimo o stopnji finančne integracije, je razpoložljivost posredovanih investicijskih možnosti bolj pomembna kot pa sama lokacija posredovanja. Če finančni sistem dobro razvite regije prevzame del ali pa vse finančne aktivnosti neke druge regije, potem lahko govorimo o finančnem razvoju slednje. Kljub temu pa obstaja zaskrbljenost, kajti finančna integracija lahko privede do posameznih okrepitev, ki bi lahko ovirale učinkovitost posredništva. Npr. prevzemi v bančnem sektorju lahko privedejo do monopola. Ker je pomembno, da celoten finančni sistem ostane učinkovit tudi po tem, ko se finančna integracija zaključi, je treba sam potek integracije dosledno nadzorovati.

Povezava med finančnim razvojem in finančno integracijo je zelo pomembna, saj obstajajo trdni dokazi, da sta finančni razvoj in gospodarska rast tesno povezana. Kot opisuje Levine (1997), ki je prispeval precej študij s tega področja, služijo finančni sistemi določenim namenom. Med drugim spodbujajo trgovino, omogočajo razpršitev in združevanje tveganja ter zavarovanje pred njim, razporejajo in mobilizirajo prihranke ter omogočajo nadzor nad upravo podjetij. Na ta način pozitivno vplivajo na akumulacijo kapitala in rast produktivnosti. Možnosti delitve tveganja omogočajo financiranje projektov z visokim potencialnim zaslužkom in tudi z visokim tveganjem, pri čemer se lahko investitorji, ki niso naklonjeni tveganjem, nekoliko zavarujejo. Ker so posredniki specializirani za zbiranje in posredovanje informacij, je sredstva možno razporediti učinkoviteje in ob nižjih stroških. Lastniki projektov z nizkim začetnim kapitalom se lahko prav tako obrnejo na posrednike, ki jim s sprostitevijo prihrankov pokrijejo začetne stroške. Vsi ti kanali so pomembni s kvalitativnega stališča, kot poudarja Levine (1997, str. 689–690): »Medtem, ko ostaja še veliko vrzeli, pa obsežne meddržavne primerjave, študije v posameznih državah, analize v industriji in raziskave v podjetjih kažejo, da je funkcioniranje finančnega sistema tesno povezano z gospodarsko

rastjo.« (str. 689–690). Kljub temu da Levine (1997) priznava pomembnost povezave med finančnim razvojem in gospodarsko rastjo, pa je pri vzročnosti zelo previden. Finančni razvoj in gospodarska rast se namreč tako prepletata, da je nemogoče priti do trdnih zaključkov o vzročnosti.

Vendar je nedavna raziskava pokazala, da ima finančni razvoj pozitiven vpliv na gospodarsko rast. Rousseau (2002) empirično dokazuje, da finančni razvoj s pomočjo prerazporejanja kapitala pospešuje investicije in sklepanje poslov. Prav tako obstajajo študije na sektorskih podatkih, npr. Jayaratneja in Strahana (1996), ki navajajo, da finančni razvoj povzroča višjo gospodarsko rast. Poleg tega tudi Bekaert in sodelavci (2002) ugotavljajo, da liberalizacija trga vrednostnih papirjev – definirana kot pravica tujih investitorjev, da trgujejo z domačimi vrednostnimi papirji, in pravica domačih investitorjev, da trgujejo s tujimi vrednostnimi papirji – povečuje povprečno letno gospodarsko rast. Ta trditev še dodatno poudarja pomen finančne integracije pri finančnem razvoju, ki je spodbuden za gospodarsko rast.

3.2.4 TEORETIČNA OPOZORILA

Gledano s teoretičnega stališča je težko trditi, da bi bila finančna integracija zadosten pogoj za dosego najučinkovitejše rešitve, razen če ima za posledico finančne trge, kjer se je možno popolnoma zavarovati pred tveganji, t.j. popoln trg. V primeru popolnih trgov lahko posredniki, ki niso naklonjeni tveganjem, dosežejo popolno delitev tveganja in zgladitev potrošnje. Kot je pokazala analiza v Hartu (1975), je povečanje števila finančnih instrumentov na nepopolnem trgu lahko koristno samo takrat, kadar ti novi instrumenti omogočajo veliko možnosti za zaščito pred tveganji, kar bi privedlo do popolnega trga. Drugače prikaže tudi možnost, ob kateri so lahko vsi posredniki v slabšem položaju, kajti donosnost sredstev je lahko v različnih državah različna, saj je odvisna od cen. Uvajanje novih vrednostnih papirjev lahko poruši ravnovesje cen obstoječih vrednostnih papirjev, in sicer tako, da donosi novih vrednostnih papirjev ponujajo manj priložnosti za delitev tveganja. Posredniku, ki ni naklonjen tveganju in išče priložnost za delitev tveganja, uvajanje novih finančnih instrumentov na nepopolnem trgu ne predstavlja nič pozitivnega. Z drugimi besedami – če finančna integracija ne privede do popolnega trga, potem ne predstavlja višje blaginje za vse posrednike. Na primer, če si nekdo predstavlja, da finančna integracija pomeni le dostopanje do sistemov posredništva – bank ali finančnih trgov – potem Allen in Gale (1997) zagotavljata, da bo finančna integracija za marsikoga škodljiva. Prikazujeta, da v sovpadajočem generacijskem modelu banke same dobro opravljajo nalogo delitve tveganja, medtem ko finančni trgi pri tem niso tako uspešni. Poleg tega pa opažata, da kadar finančni sistem vključuje banke in finančni trg, trg ovira banko, kajti posredniki se lahko vedno odločijo proti bančnim dogovorom in se raje preusmerijo na finančni trg. V tem primeru mešani finančni sistem ni tako uspešen kot bi bil sam finančni trg. Zaradi tega je pomembno dodati, da kadar se regije z različnimi finančnimi sistemi odločijo za finančno trgovanje, ni nujno, da bodo vse od tega imele tudi korist.

Seveda je finančna integracija zelo kompleksen proces, saj bo preoblikoval finančne sisteme vseh regij. Vendar so zgoraj omenjeni rezultati dvomljivi, kajti nikoli ni povsem jasno, kakšen vpliv bo finančna integracija imela na blaginjo. Ravno zaradi tega je treba proces finančne integracije natančno spremljati in ugotavljati, ali se trgi razvijajo v pozitivno smer.

Finančna integracija bo vsekakor za seboj pustila zmagovalce in poražence. Boljša razporeditev denarja bo koristila mnogim, škodila pa le nekaterim. Če ima finančna integracija za posledico več priložnosti za delitev tveganja, potem naj bi bilo to za vse nekaj pozitivnega. Finančna integracija lahko s spreminjanjem prevladujoče finančne strukture škodi nekaterim finančnim ustanovam, in sicer z konsolidacijo ali izgubo tržnega deleža. Kljub temu pa prevladuje prepričanje, da prednosti dobro nadzorovane finančne integracije prevladajo nad slabostmi.

3.2.5 POLITIČNO EKONOMSKE OVIRE NA POTI FINANČNE INTEGRACIJE EVROPSKE UNIJE

Guiso in sodelavci (2004, str. 525–573) v svoji študiji s pomočjo simulacij prikazujejo, da bodo od integracije finančnega trga imele koristi samo finančno manj razvite države Evropske unije. Ob tem se odpirajo nekatera pomembna vprašanja, npr. zakaj naj bi finančno dobro razvite države EU to integracijo podpirale? Ali če posplošimo – ali bodo od finančne integracije imeli koristi vsi ali bodo določene skupine oškodovane in interesi nekaterih ovirani, pri čemer se bodo ustvarjali lobiji, ki bodo integraciji nasprotovali?

Ta vprašanja politične ekonomije so še posebej pomembna zaradi dejstva, da finančno integracijo le delno usmerja spontani razvoj trga. Velik del – kot je bilo ocenjeno v tej študiji – pa izvira iz predpisov in finančnih reform. Spremembe v predpisih in reforme pa ne bodo nujno koristile vsem posrednikom v državi ali vsem državam, ki naj bi se zblíževale. Finančna reforma bo namreč ustvarila poražence in zmagovalce. Jasno pa je tudi dejstvo, da bo uspeh opozicije odvisen tudi od tega, kako močno si bodo potencialni uporabniki za integracijo prizadevali, kakor tudi od delovanja političnih procesov, vključno z neposrednimi spodbudami posameznih politikov, s katerimi le-ti lahko nasprotujejo ali podpirajo finančne reforme in integracijo.

Obstajata dva razloga, zaradi katerih se je ob teh vprašanjih treba ustaviti. Prvič – lahko zanemarjanje teh vprašanj vpliva na ocene povečanja koristi, ki jih finančna integracija prinaša in drugič – če finančna integracija nekatere skupine ogroža, lahko nasprotovanje (četudi neuspešno) zavlačuje integracijo in tudi morebitne pozitivne vplive razvoja finančnega sektorja.

Zakasnitve v integraciji so lahko precejšnje, tudi če integracijo spremlja politična in denarna združitev (do slednje je v nekaterih državah EU že prišlo). Conte in sodelavci (2003) prikazujejo, da je Italija dosegla integracijo obvezniškega trga šele več kot dvajset let po združitvi leta 1861 in to kljub temu da ima samo eno valuto. Zanimivo je, da nekateri trdijo, da se je to zgodilo zaradi ljudi, ki so služili denar na borzi vrednostnih papirjev (v času združitve je bilo v Italiji šest borz) in ki so nasprotovali ustvarjanju infrastrukture, potrebne za vzpostavitev enotnega finančnega trga. Ti lokalni interesi so bili dovolj močni, da so integracijo zavlačevali precej časa. Do integracije je prišlo šele, ko so "sprejeli nov zakoniti okvir, ki je zmanjšal obseg samozaščite, možne zaradi močnih interesov." Ta vprašanja so lahko še bolj pomembna, kadar se pogovarjamo o integraciji panoge bančništva in trga vrednostnih papirjev, kjer so potrebe po reformi in zakoniti infrastrukturi veliko bolj izrazite kot na obvezniških trgih.

Upiranje finančni reformi in integraciji se lahko pojavi tako s strani posrednikov kakor tudi podjetij. Posredniki z monopolnimi rentami se bodo počutili ogrožene s strani novih, mogoče celo bolj učinkovitih posrednikov, ki se bodo pojavili ob odstranitvi ovir za vstop. Da bi zaščitili svoje rente, bodo lobirali. Podjetja z monopolno močjo se lahko pridružijo posrednikom. Finančna integracija, kot smo že omenili, prinese finančni razvoj državam, ki v tej dimenziji zaostajajo. Finančni razvoj pa pospeši tako nastanek novih podjetij kakor tudi prihod in rast manjših podjetij, ki lahko ogrozijo dobičke podjetij z monopolno močjo (Guiso et al., 2004). Zaradi tega se lahko zgodi, da uveljavljena podjetja z monopolno močjo nasprotujejo finančni integraciji. V takšnih okoliščinah lahko najdejo zaveznika v svojih upnikih, ki prav tako želijo ohraniti monopolne rente svojih strank (Cestone, White, 2003).

Zadnje in mogoče še najbolj pomembno dejstvo pa je, da se lahko integraciji upirajo tudi nacionalne vlade. Za to obstajata vsaj dva razloga: 1. politiki določene države nimajo takšnega nadzora nad tujci, kar bi pomenilo, da se njihovi viri iz finančne panoge zmanjšajo; 2. če integracija obsega tudi premik iz bančniškega denarnega gospodarstva proti takšnemu gospodarstvu, ki je usmerjeno predvsem na trg, potem politiki (in s tem tudi vlade) temu nasprotujejo, saj je veliko lažje nadzirati banke kakor trge (Rajan, Zingales, 2003). Posledica tega je, da države, katerih denarno gospodarstvo temelji predvsem na bankah, nasprotujejo (ali dajejo manj podpore) finančni integraciji.

Tabela 1 (na str. 12) predstavlja kazalnike, povezane s spodbudami, ki jih države uporabljajo za nasprotovanje ali podporo finančni integraciji. Prvi stolpec predstavlja delež trga bančnih posojil, ki ga nadzorujejo banke iz drugih evropskih držav od leta 2001 dalje. V bančništvu obstaja izredna domovinska pristranskost, razen v Veliki Britaniji, na Irskem in v Luxemburgu, kjer imajo banke EU 23,7–odstotni, 11–odstotni in 8–odstotni delež na trgu, medtem ko je v ostalih državah delež tujih bank minimalen. To kaže predvsem na dejstvo, da je za vstop v panogo bančništva neke države veliko ovir. Stolpci 2 do 5 poročajo o kvalitativnih kazalnikih učinkovitosti panoge bančništva, trga vrednostnih papirjev in visoko

tveganega kapitala v petnajstih državah Evropske unije in v nekaterih vzhodnoevropskih državah, ki se bodo v prihodnosti pridružile EU. Za lažjo primerjavo so prikazani tudi kazalniki za ZDA. Ocene so na lestvici od 1 do 10, pri čemer višje ocene pomenijo, da gre za boljše finančne ustanove kar pomeni lažji pristop do bančniškega denarnega gospodarstva (stolpec 2), trga vrednostnih papirjev (stolpec 4), visoko tveganega kapitala (stolpec 5) ali boljšo kvaliteto bančnih storitev (stolpec 3).

Tabela 1: Kazalniki spodbud za podporo finančni integraciji v Evropi

	Delež bank iz drugih držav EU	Dostop do trga posojil	Kvaliteta bančnih storitev	Dostop do trgov vrednostnih papirjev	Dostop do tveganega kapitala	Povprečna velikost podjetij
Belgija	3,84	6,26	8,70	5,57	5,29	12,5
Francija	3,18	6,30	7,68	7,18	5,33	7,1
Nemčija	1,46	6,26	8,33	7,46	5,88	10,3
Italija	5,60	5,01	5,51	4,39	4,10	4,4
Nizozemska	2,18	7,91	8,75	7,97	7,38	11,9
Luksemburg	18,16	7,49	9,30	6,09	5,58	
Danska	4,20	7,82	8,87	6,94	6,13	11,5
Irska	11,00	7,43	8,07	6,04	6,67	
Velika Britanija	23,72	6,86	8,67	7,31	6,58	9,6
Portugalska	4,20	6,33	7,92	4,25	4,58	6,0
Španija	4,07	6,59	8,03	6,25	4,89	4,0
Grčija	4,41	6,06	7,03	5,72	4,63	38,8
Avstrija	0,79	7,23	9,00	4,77	5,08	62,8
Švedska	2,88	7,57	8,77	8,07	6,67	10,4
Finska	5,65	8,65	9,56	7,97	7,71	5,7
Evropska Unija	6,36	6,92	8,28	6,22	5,76	14,5
Norveška		7,39	8,66	6,13	5,24	8,3
Poljska		3,39	6,38	3,97	3,42	
Slovenija		8,18	5,02	3,52	3,66	
Slovaška		3,32	7,25	2,03	3,07	
Češka		4,16	5,89	2,17	3,17	
Madžarska		4,52	7,11	3,63	3,48	
Estonija		7,29	9,22	4,20	4,82	
Vzhodna Evropa		5,14	6,81	3,25	3,60	
ZDA		8,63	9,41	8,74	8,21	

Vir: Guiso et al., 2004, str. 558.

Dve značilnosti sta še posebno zanimivi – v povprečju ima Evropa nižje ocene kot ZDA, kar še zlasti velja za dostop do trga vrednostnih papirjev in visoko tveganega kapitala. Tudi znotraj Evrope obstaja izjemna raznolikost. Na primer – Italija je ocenjena s 5 kar se tiče

pretoka denarja iz bank v podjetja, medtem ko je Nizozemska dobila oceno 7,9 in Finska 8,7. Te razlike so še veliko bolj očitne pri dostopanju na trg vrednostnih papirjev in visoko tveganega kapitala, kjer je kar nekaj evropskih držav dobilo precej nižje ocene od ZDA, kjer je povprečna ocena okrog 8. Splošni vzorec prikazuje, da južnoevropske države precej zaostajajo za nordijskimi, ki imajo veliko bolj organizirane in učinkovite finančne sisteme.

Ena izmed posledic integracije finančnega trga je ta, da države z učinkovito panogo bančništva lahko pridobijo tržni delež v tistih državah, kjer je ta panoga manj učinkovita. Zaradi tega panoga bančništva v takih državah integraciji nasprotuje. Evropske države se precej razlikujejo tudi v pomembnosti bančnega denarnega gospodarstva v primerjavi s tržnim. Kot je bilo že omenjeno, obstaja velika verjetnost, da je zaščita panoge bančništva bolj v rokah politikov kot zaščita trga vrednostnih papirjev. Zaradi tega so države, kjer je panoga bančništva močna, integraciji manj naklonjene.

Vse te sile pa so uravnotežene z drugimi, ki delujejo v nasprotno smer. Ker se razpoložljivost financ precej razlikuje od države do države, bodo podjetja, ki lahko imajo koristi od povečanih sredstev ali lažjega dostopa do le-teh, integracijo podpirala. To so npr. mala podjetja, ki so ovirana zaradi omejene razpoložljivosti financ znotraj države. Kot prikazuje zadnji stolpec, obstajajo v povprečni velikosti podjetij precejšnje razlike (velikost se meri s številom zaposlenih). Najmanjša podjetja se pojavljajo prav v državah, ki zaostajajo na področju finančnega razvoja, kar morda ni presenetljivo. Na primer v Italiji, kjer je zelo težko zbrati sredstva znotraj države, ima podjetje povprečno 4,4 zaposlene, takšnih podjetij pa je 3.200.000. V Nemčiji, Franciji in Veliki Britaniji (države, ki imajo približno enako število prebivalcev in primerljiv BDP na prebivalca) imajo podjetja v povprečju 10,3, 7,1 in 9,6 zaposlenih, medtem ko je število podjetij za polovico manjše kot v Italiji. Zaradi tega lahko finančna integracija dobi veliko privrženec v državah, kjer so predvsem mala podjetja, ki od integracije pričakujejo, da bo znižala stroške posojil in povečala razpoložljivost le-teh.

Kot je bilo že omenjeno, bodo od finančne integracije imele koristi predvsem nerazvite države, vendar je pomembno razumeti tudi, zakaj ne bi bilo dobro, da finančno razvite države integraciji nasprotujejo. Za podporo integracije s strani razvitih držav, mogoče celo bolj kot s strani nerazvitih, obstajajo trije možni razlogi. Četudi proizvodna industrija v razvitih državah od integracije finančnega trga ne bo imela koristi, bo finančna panoga tista, ki lahko s tem nekaj pridobi – npr. učinkoviti finančni posredniki naprednih držav svojo dejavnost razširijo čez meje in na račun domačih ustanov pridobijo velik tržni delež. Drugič – povečana konkurenčnost in ekonomika velikih količin v finančnem posredništvu, ki izvirata iz integracije, lahko izboljšata delovanje že tako razvitih finančnih trgov.

Kljub temu da so prednosti finančne integracije lahko zelo velike, obstaja velika verjetnost, da se razporedijo neenako, kar pomeni, da bo integracija prinesla tudi nekaj poražencev. V finančno manj razvitih državah obstaja nevarnost, da finančni sektor izgubi svoj tržni delež in

dobičke. Zaradi tega lahko pride do lobiranja in močnega nasprotovanja ali pa vsaj upočasnjevanja finančne integracije. Istočasno pa gospodarske panoge razvijajo razne načine spodbujanja finančne integracije, saj jim le-ta omogoča širjenje dejavnosti. Zato je razmerje med tistimi, ki integracijo podpirajo in tistimi, ki ji nasprotujejo, odvisno predvsem od premoči enega izmed njih.

V finančno razvitih državah bo situacija obrnjena – integracija prinaša finančnemu sektorju koristi, medtem ko gospodarske panoge ne pridobijo veliko, temveč lahko zaradi povečane konkurence tujih proizvajalcev in njihovega dostopanja do prej nedostopnih virov financiranja tudi precej izgubijo. V teh državah bo torej finančno gospodarstvo integracijo podpiralo, medtem ko bodo ostale gospodarske panoge le-tej nasprotovale.

4 MERJENJE EVROPSKE FINANČNE INTEGRACIJE

Leta 2002 sta Evropska centralna banka (ECB) in Center za finančne študije (Center for financial studies oz. CFS) ustanovila raziskovalno mrežo za spodbujanje raziskav kapitalskih trgov in finančne integracije v Evropi. Mreža je bila prvotno ustanovljena za obdobje dveh let, ki se je končalo maja 2004. Po uspešno končani prvi fazi sta ECB in CFS sklenila, da se bodo dejavnosti raziskovalne mreže nadaljevale do leta 2007. Obsežni povzetki o rezultatih prve faze mreže so bili objavljeni v poročilu z naslovom »Raziskovalna mreža o kapitalskih trgih in finančni integraciji v Evropi: Rezultati in izkušnje po dveh letih«, ECB in CFS, 2004, in v posebni izdaji revije Oxford Review of Economic Policy, 2004, o »Evropski finančni integraciji«, pripravljeno v sodelovanju z mrežo.

V tem poglavju so predstavljeni rezultati raziskave merjenja stopnje finančne integracije v evroobmočju, ki so bili podrobneje predstavljeni v analizi Evropske centralne banke (Baele et al., 2004). Predstavljena so posamezna merila za oceno trenutne stopnje integracije posameznih evropskih finančnih trgov in če integracija napreduje, ali je stabilna ali nazaduje. Predlagana so merila za ključne evropske trge, in sicer za denarni trg, trg podjetniških in državnih obveznic, kreditni in delniški trg. Raziskava je bila osredotočena izključno na Evropo, saj so se evropske države odločile ne le za ekonomsko integracijo, temveč tudi za monetarno s sprejemom evra in enotne monetarne politike.

Kot delovna definicija finančne integracije je uporabljen zakon ene cene, ki pravi, da bi v finančno integriranih trgih sredstva, ki generirajo identični tok denarja, morala imeti identično ceno, ne glede na lokacijo njihove transakcije. Na podlagi zakona ene cene ločimo dve široki kategoriji meril: na ceno in na novice vezana merila.

S prvimi se meri odstopanja v cenah ali donosih sredstev zaradi njihovega geografskega izvora. Če imajo sredstva veliko enakih lastnosti, čez čas prekotržna cena ali razlika v donosih

tvori merilo, ki se ga lahko preprosto izračuna in interpretira glede na tržno integracijo v različnih časovnih obdobjih. Če imajo sredstva različne lastnosti tveganja, je treba cene najprej oblikovati na podlagi popravkov pri sistemskem tveganju. Kot merilo stopnje integracije posameznega tržnega segmenta se pogosto uporablja presečna razpršitev razširjenosti obrestne mere ali razlike v donosih sredstev. Povečanje tržne integracije naj bi vodilo v konvergenco meddržavnih donosov in s tem do zmanjšanja njihove presečne razpršitve.

Druga merila pa so vezana na novice. Gre za to, da splošne novice postanejo pomembnejši dejavnik lokalnih nihanj v ceni sredstev, ko se integracija povečuje. Vzemimo sredstvo, katerega nihanje cene je izključno posledica nihanja diskontne stopnje. Ko se tržna integracija povečuje, bi se stopnje meddržavnih diskontnih stopenj popolnoma poenotile, donosi sredstev pa bi morali postati izredno soodvisni. Empirično se to lahko preizkusi tako, da se donose lokalnih sredstev poveže z donosi benchmark oz. s primerljivimi sredstvi, ki so reprezentativna sredstva na najbolj likvidnostnem in integriranem trgu. Kot merilo integracije se uporabi tako občutljivost donosov lokalnih sredstev v različnih časovnih obdobjih glede na gibanje cen primerljivih sredstev kot tudi sorazmerje donosov lokalnih sredstev.

V primeru obveznic, denominiranih v evrih, z enako strukturo zapadlosti in toka denarja, pričakujemo stopnjevanje donosa skladno z donosom primerljivih sredstev, spremembe lokalnih donosov pa bi morale biti 100-odstotno pojasnjene z donosi inovacij primerljivih sredstev. Lokalne novice lahko, tudi na finančno integriranih trgih, še naprej vplivajo na donos lokalnih obveznic. Vendar pa pričakujemo, da bo ta vpliv relativno majhen pri državnih obveznicah, še posebno za obveznice drugih držav z enako oceno kreditne bonitete (*credit rating*).

Za razliko od obveznic se cene delnic ne gibajo le zaradi sprememb v diskontni stopnji, ampak tudi zaradi revizij pričakovanj denarnega toka. Kot posledica tega je vedno večji pomen splošnih pretresov (*common shocks*) pri razlagi donosov lokalnih delnic lahko rezultat postopnega poenotenja diskontnih stopenj in/ali pričakovanj denarnega toka. To zadnje je lahko še posebno pomembno na evropskem trgu, ker je šel skozi obdobje občutne ekonomske integracije. Vendar pa prejšnje raziskave kažejo, da so spremembe v donosih delnic v glavnem odvisne od sprememb v pričakovanih donosih in veliko manj od sprememb v pričakovanjih pri denarnem toku. Posledično naj bi bilo povečanje razkritja donosov lokalnih delnic splošnemu primerljivemu portfelju v večji meri odvisno od konvergence pričakovanih donosov in zato povečanja stopnje integracije.

Pred letom 1999 so se diskontne stopnje na različnih trgih razlikovale zaradi obstoja tveganja pri menjalnem tečaju in ne nujno zaradi nizke finančne integracije. Zaradi tega so uporabljena merila izključno merila integracije po sprejetju skupne denarne valute leta 1999. Vendar pa so bile poleg evropske denarne valute (EDV oz. ECU) v obtoku v ožjem krogu, še druge denarne

valute, vendar ta komponenta ne bo prevladovala nad drugimi komponentami z diskontnimi stopnjami.

Poleg meril, vezanih na ceno oz. na novice, so razvita še številna druga merila, vezana na količino. Natančneje, uporabljena so pri ocenjevanju, če so nedavni podvigi za okrepitev finančne integracije prepričali investitorje, da so internacionalizirali svoje portfelje. Zmanjšanje ovir pri čezmejnem investiranju bi moralo prepričati investitorje, da dobro izkoristijo potencialne koristi in prednosti mednarodne raznolikosti tako, da si lastijo vedno več tujih sredstev.

4.1 EVROPSKI DENARNI TRGI

Splošna definicija denarnega trga po kriteriju zapadlosti instrumentov je, da je to trg, na katerem se trguje s kratkoročnimi instrumenti, katerih preostala dospelost je krajša od enega leta. Znotraj trga obstaja več delov oz. segmentov in v tem poglavju sta obravnavana nezavarovan depozitni trg in repo trg oz. trg povratnih odkupov.

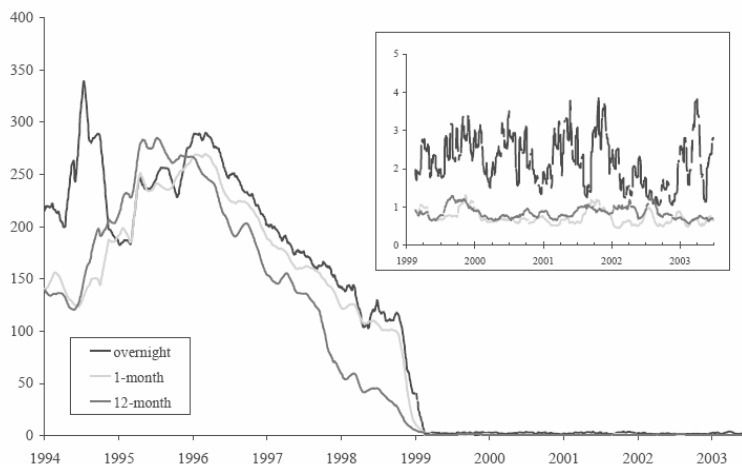
4.1.1 NEZAVAROVAN DEPOZITNI TRG

Nezavarovan depozitni trg (unsecured deposit market) je trg, kjer banke izmenjujejo kratkoročno likvidnost brez kakršnega koli jamstva. Pri raziskovanju so bila uporabljena na ceno vezana merila na evropskem nezavarovanem denarnem trgu, in sicer razlike v obrestnih merah med posameznimi državami. Lastnosti instrumentov ali transakcij denarnega trga v posameznih evropskih državah so si dovolj podobne, da se lahko na podlagi primerjave obrestnih mer sklepa o stopnji integracije. Natančneje, na popolnoma integriranih trgih naj bi bile obrestne mere pogodb enakih vrst in enakih zapadlosti identične v vseh državah.

Slika 2 (na str. 17) prikazuje razpršitev obrestnih mer na evropskem trgu za zapadlosti preko noči (*overnight*), en mesec (*1-month*) in eno leto (*12-months*), merjenih kot prečni prerez standardnih odklonov (*cross-sectional standard deviation*) 12 povprečnih državnih obrestnih mer (11 pred 2001) v posameznem časovnem obdobju. Za obdobje po letu 1998 to merilo temelji na povprečnih obrestnih merah posojil za vsako evropsko državo glede na poročila bank, ki so vključene v izračun referenčnih obrestnih mer EONIE in EURIBOR-a. Slika vsebuje tudi podatke za obdobje petih let pred EMU (razen za Grčijo). Iz slike je razvidno, da so presečni standardni odkloni v vrednostih več sto bazičnih točk v sredini 90. let. Proces poenotenja se je začel okoli leta 1996 oz. na začetku leta 1997, ko je standardni odklon znatno upadal do konca leta 1998. Po vpeljavi evra 4. 1. 1999 so presečni standardni odkloni padli na zelo nizke vrednosti za vse zapadlosti in tako ostali do danes. Za ta ogromen padec razpršitve obrestnih mer med ustanavljanjem EMU, sta najverjetneje "krivi" odprava tveganja menjalnega tečaja in postopna harmonizacija državnih ekonomskih politik. Po letu 1998, ko so bila tveganja menjalnih tečajev odpravljena, bi to merilo moralo postati večji kazalnik

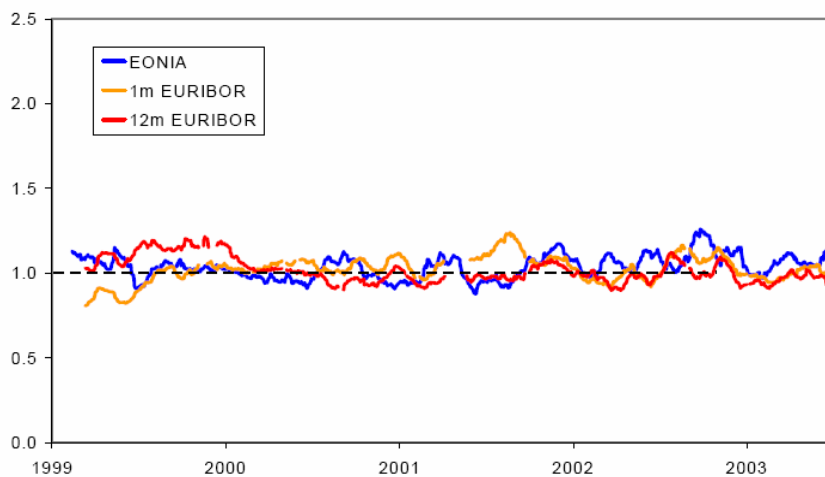
stanja integracije. Kot prikazuje vstavljena slika v Sliki 2, so standardni odkloni po ustanovitvi EMU od začetka leta 1999 ostali le na nekaj bazičnih točkah, kar kaže na veliko stopnjo integracije na tem trgu.

Slika 2: Prečni prerez standardnih odklonov obrestnih mer na nezavarovanem depozitnem trgu evroobmočja za posamezne zapadlosti



Vir: Baele et al., 2004, str. 512.

Slika 3: Razmerje med povprečnimi meddržavnimi odkloni obrestnih mer in med odkloni obrestnih mer znotraj države za posamezne zapadlosti



Vir: Baele et al., 2004, str. 513.

Raziskano je bilo tudi, ali so odkloni med državnimi stopnjami po letu 1998 na Sliki 2 višji od normalnega odklona med bankami znotraj posamezne države članice. Na integriranem trgu se ne pričakuje, da bi bila meddržavna razpršitev večja od razpršitve znotraj države. Pri tem so bili uporabljeni dnevni podatki o vrednostih EONIE in EURIBOR-a. Uporabljeno merilo temelji na vseh možnih kombinacijah absolutnih razlik med obrestnimi merami med

sodelujočimi bankami glede na podatke na določen dan v katerih koli dveh državah EMU in na vseh možnih kombinacijah tistih absolutnih razlik med sodelujočimi bankami znotraj katerekoli države. Izračunavanje razmerja povprečne vrednosti za vsak dan dá merilo integracije. Razmerje med obema vrednostma razpršitve bi se morali približati vrednosti 1, če je trg popolnoma integriran, ker integracija pomeni, da so si razmerja med državami in znotraj države zelo podobna. Slika 3 (na str. 17) prikazuje to razmerje za vse tri že prej omenjene zapadlosti. Razmerje se je že ob uvedbi evra zelo približalo vrednosti 1 za vse tri zapadlosti, kar se ujema z dosledno visoko stopnjo integracije na nezavarovanem denarnem trgu. To merilo tudi kaže, da visoka stopnja integracije prevladuje že od leta 1999.

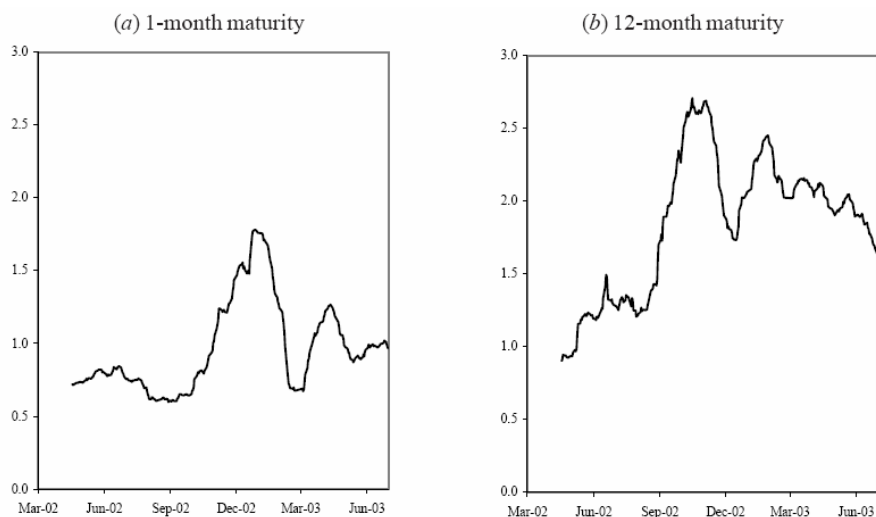
4.1.2 REPO TRG

Repo trg (repo market) je trg kratkoročnih posojil, kjer ponudnik sredstev (posojilodajalec) od posojilojemalca odkupi visokolikvidne državne vrednostne papirje; hkrati pa se posojilojemalec obveže, da bo prodane vrednostne papirje odkupil nazaj po nekoliko višji ceni, ki bo torej vsebovala (implicitno) obrestno mero. V nasprotju z dogajanjem na nezavarovanem denarnem trgu, je evropski repo trg dosegal manjši napredek k integraciji. Sprva je njegovo integracijo oviralo več dejavnikov, vključno s pomanjkanjem standardizirane in usklajene pravne dokumentacije na trgu. Te težave so sčasoma začeli odpravljati, npr. z ustanovitvijo indeksa EUREPO² kot primerljivo oz. tako imenovano benchmark vrednost za zavarovane denarne tržne transakcije na evropskem območju.

Slaba razpoložljivost podatkov znatno zniža obseg možnih dejavnikov integracije, ki bi bili primerni za repo trg. Vpeljava indeksa EUREPO leta 2002 je stanje nekoliko izboljšala tako, da je bila omogočena primerjava repo kotiranja po posameznih evropskih državah. Slika 4 (na str. 19) prikazuje presečni standardni odklon enomesečnih (*1-month maturity*) in letnih (*12-month maturity*) repo obrestnih mer povprečnih državnih kotiranj glede na podatke bank, ki sodelujejo pri izračunavanju obrestne mere EUREPO. Vidimo lahko, da je presečni standardni odklon v tem kratkem vzorčnem časovnem obdobju ostal relativno nizek, kar kaže na to, da je bila stopnja integracije na tem trgu v istem obdobju razmeroma visoka, čeprav nekoliko nižja kot na nezavarovanem delu denarnega trga.

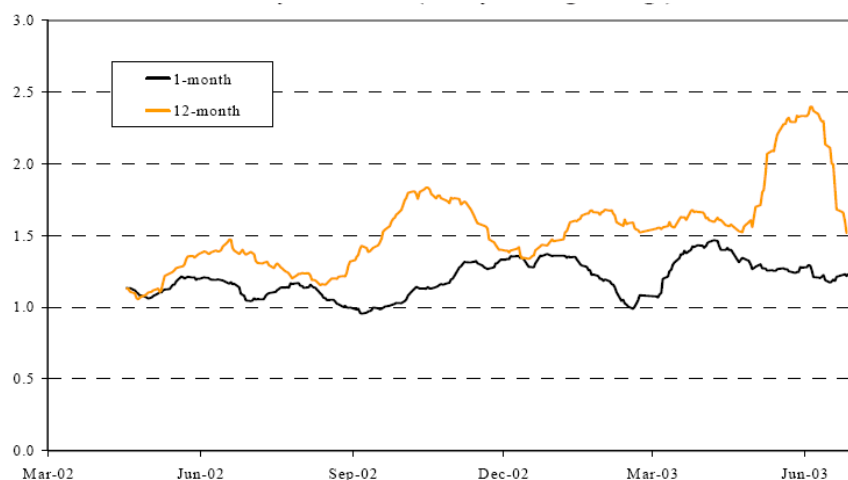
Slika 4: Prečni prerez standardnih odklonov repo obrestnih mer na evroobmočju za posamezni zapadlosti

² Banke na repo trgu EU dnevno kotirajo obrestno mero repo poslov za standardne ročnosti, na podlagi katerih se izračunava obrestna mera EUREPO, ki predstavlja referenčno obrestno mero repo poslov na evroobmočju



Vir: Baele et al., 2004, str. 514.

Slika 5: Razmerje med povprečnimi meddržavnimi odkloni repo obrestnih mer in med odkloni repo obrestnih mer znotraj države za posamezne zapadlosti



Vir: Baele et al., 2004, str. 515.

Slika 5 prikazuje merilo stopnje meddržavne razpršitve glede na stopnjo razpršitve znotraj države. To merilo je večkrat odstopalo od vrednosti 1 kot pa tržna segmenta EONIA in EURIBOR (Slika 3, str. 17), kar kaže na to, da je stopnja integracije na tem trgu nižja od tiste na drugih trgih. Razmerje meddržavne in znotraj državne stopnje je imelo večkrat odklon od 1 za letno zapadlost kot za enomesečno zapadlost. To je lahko zaradi tega, ker se je večina trgovanja skoncentrirala na kratkoročno zapadlost in ker pomanjkanje likvidnosti za zapadlosti v daljšem obdobju otežuje integracijo teh tržnih delov. Istočasno pa se s stopnjo meddržavne razpršitve repo stopenj ne sme pretiravati: povprečna razlika meddržavne letne repo stopnje je 1.6 bazične točke v primerjavi z 1.1 bazične točke za povprečno razliko stopnje znotraj države.

4.2 EVROPSKI TRGI DRŽAVNIH OBVEZNIC

Podobno kot pri denarnem trgu se je tudi na trgu državnih obveznic (*government-bond market*) uvedba evra zelo poznala. Z odpravo tveganja menjalnega tečaja so se investitorji začeli bolj osredotočati na kreditno in likvidnostno tveganje. Hkrati pa je prišlo do velike mednarodne raznolikosti portfeljev iz obveznic, še posebno v majhnih evropskih državah. Vlade so vložile veliko truda, da so svoj neplačan dolg in nove izdaje obveznic prikazale kot bolj privlačne za mednarodne investitorje. Za boljšo likvidnost so najprej povečali obseg izdaj, neodvisni izdajatelji, še posebej majhne države, pa so se začeli osredotočati na ustvarjanje benchmark izdaj obveznic. Nato so upravitelji dolgov to izdajanje naredili bolj redno in predvidljivo, tako da so začeli izdajati koledarje s predhodnimi napovedmi in tako izboljšali transparentnost trga. Istočasno se povečuje promet z obveznicami v elektronski obliki (kot je EuroMTS), vedno manj pa je prometa z obveznicami na neorganiziranem trgu (*over the counter* oz. *OTC*). In končno, razvoj visoko likvidnih obrestnih mer na trgu zamenjav in trgu terminskih poslov sta olajšala investitorjem izogibanje tveganju zaradi obrestnih mer ter tako prispevala k še večji likvidnosti trga z obveznicami.

4.2.1 NA CENO VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA DRŽAVNIH OBVEZNIC

V obdobju desetih let so nemške obveznice pridobile status t. i. benchmark obveznic, s katerimi lahko primerjamo druge obveznice, za kratkoročno obdobje pa so za primerjavo najprimernejše francoske obveznice.

V Tabeli 2 (na str. 21) je prikazana povprečna razširjenost donosov 10-letnih državnih obveznic po posameznih nacionalnih trgih glede na nemške 10-letne obveznice po določenih časovnih obdobjih. Avstrija, Belgija, Francija in Nizozemska so imele nizko razširjenost donosov v zadnjem desetletju, Finska, Irska, Italija, Portugalska, Španija in v zadnjem času še Grčija pa so doživele visoko cenovno konvergenco glede na Nemčijo. Dramatičen upad obrestnih mer druge skupine držav glede na nemško stopnjo kaže na poenotenje ključnih ekonomskih dejavnikov, še posebno upad pričakovane inflacije po uvedbi skupne monetarne politike. Integracija evropskih trgov obveznic ni končana, saj se donosi državnih obveznic s podobnimi ali identičnim kreditnim tveganjem in zapadlostjo še niso popolnoma poenotili. Npr, četudi imajo Avstrija, Finska, Francija, Irska in Nizozemska bonitetno oceno Aaa glede na Nemčijo, so morale leta 2002 njihove vlade plačati v povprečju 16.8, 18.2, 8.4, 21.6 in 11.1 bazičnih točk več kot Nemčija. Vendar se je razširjenost, glede na stopnje leta 2000, v večini držav v letih 2001 in 2002 še znižala. Razlike v likvidnosti na trgih so lahko v veliki meri prispevale k takšnim razlikam v donosih obveznic. To pomeni, da nadaljnja politika povečanja tržne likvidnosti lahko še veliko pripomore k zmanjšanju stroškov dolga.

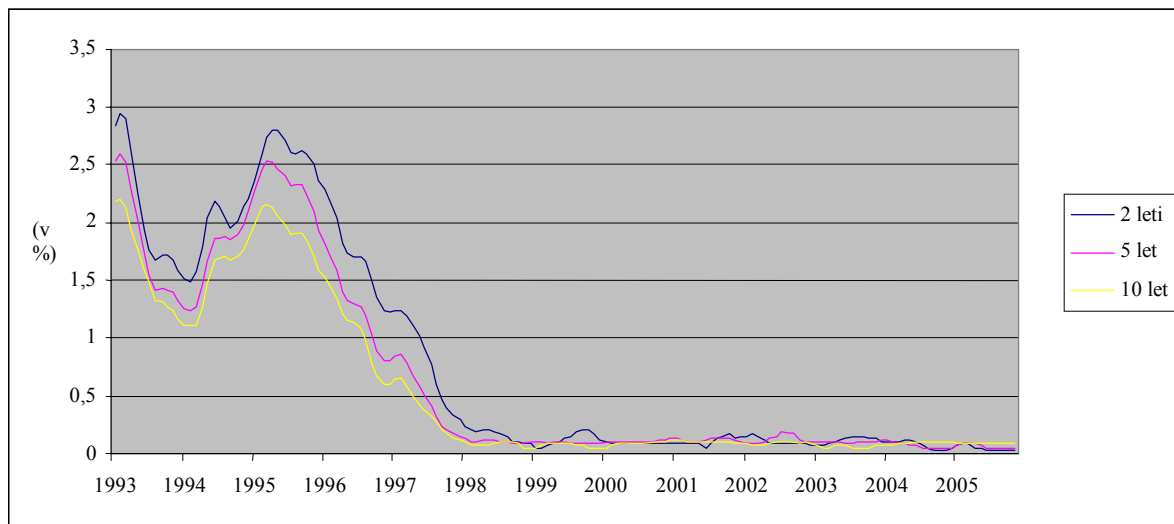
Tabela 2: Povprečna razširjenost donosov 10-letnih državnih obveznic glede na Nemčijo

	Avstrija	Finska	Francija	Irska	Nizozemska	Belgija	Španija	Italija	Portugalska	Grčija
	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa2	A2
1993	18,4	230,1	25,5	119,9	-16,2	70,6	369,9	467,2	468,1	1685,7
1994	16,6	217,5	35,3	122,9	0,2	88,8	313,3	365,8	361,2	1402,7
1995	28,4	194,0	68,6	160,2	4,9	63,1	442,7	535,7	462,1	1042,6
1996	11,3	88,3	11,6	115,0	-5,9	27,8	252,2	313,1	235,5	842,0
1997	3,3	76,5	-7,1	65,1	-7,3	10,1	73,9	118,0	71,8	454,4
1998	16,3	24,6	8,5	24,5	7,0	19,1	27,8	33,7	28,6	393,3
1999	20,3	22,6	11,8	21,6	14,1	26,2	24,2	25,1	31,2	190,8
2000	29,9	20,3	13,9	25,2	15,2	33,3	27,0	33,3	35,1	82,2
2001	27,4	22,8	13,3	19,3	14,9	32,2	28,8	37,5	35,8	48,9
2002	16,8	18,2	8,4	21,6	11,1	19,8	15,2	24,2	22,6	32,3

Vir: Baele et al., 2004, str. 516.

Podobno lahko razberemo iz Slike 6, ki kaže presečno razpršitev razširjenosti donosov po državah za obdobje zapadlosti 10, 5 in 2 leti. Razpršitve pri mesečnih donosih v 10-letnem delu so padle s povprečne 1.92 v letu 1993 na 0.06 v letu 2002 oz. za več kot 97 odstotkov. Podobna situacija velja za 5- in 2-letno obdobje. Vendar pa je bila pred letom 1998 razpršitev za 10-letno obdobje sistemsko manjša glede na druge dele. Prav tako po letu 1999 ni več prišlo do nadaljnjega zmanjšanja.

Slika 6: Presečna razpršitev razširjenosti donosov državnih obveznic za posamezne zapadlosti



Vir: Financial integration indicators, 2006

4.2.2 NA NOVICE VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA DRŽAVNIH OBVEZNIC

Raziskan je obseg, do katerega so spremembe lokalnih donosov bolj odvisne od splošnih kot pa od lokalnih novic. Ko so trgi popolnoma integrirani, naj bi donosi obveznic reagirali le na

novice, skupne vsem trgov, saj so lokalni dejavniki tveganja lahko razpršeni z investiranjem v obveznice v različnih regijah. Lokalne novice lahko vplivajo na donose obveznic, a le do meje, ki spremeni videnje tržnih udeležencev o evropskem gospodarstvu kot celoti. To pa predvideva, da je stopnja sistemskega tveganja identična v vseh državah. Pred letom 1999 so bile zaradi tveganja menjalnega tečaja v določenem časovnem obdobju velike razlike v dinamiki obrestnih mer. Poleg tega in prav tako lahko po uvedbi evra razlike v kreditnem in likvidnostnem tveganju lahko preprečijo, da bi s skupnimi faktorji razložili donose lokalnih obveznic.

Da bi ločili učinke lokalnih in splošnih novic, je bila ocenjena naslednja regresija:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta R_{B,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

kjer $\Delta R_{i,t}$ in $\Delta R_{B,t}$ predstavljata spremembo v donosih državnih obveznic za državo i in za primerljivo državo B , $\alpha_{i,t}$ je časovno odvisna vmesna spremenljivka, $\beta_{i,t}$ časovno odvisna beta z upoštevanjem sprememb donosa primerljivih obveznic, $\varepsilon_{i,t}$ pa je pretres za posamezno državo. Če upoštevamo, da je $\alpha_{i,t} = 0$, potem enačba (1) razčleni celotno spremembo donosa v neki komponenti zaradi splošnih novic, $\beta_{i,t} \Delta R_{B,t}$ in komponento samo lokalnih novic, $\varepsilon_{i,t}$.

Ko se integracija poveča, se pričakuje, da bo vrednost bete glede na primerljivo sredstvo $\beta_{i,t}$, enaka 1 in da se bo del variance, pojasnjene s skupnim faktorjem v $\Delta R_{i,t}$, povečal proti 1.

V prvem primeru je $\beta_{i,t}$ odvisna od korelacije med spremembami lokalnih in primerljivih donosov. Ko se integracija poveča, naj bi na spremembe donosov zelo vplivali splošni dejavniki in korelacija bi se povečala proti 1. Iz istega razloga naj bi se stopnja lokalne razpršitve približala vrednosti primerljivega sredstva.

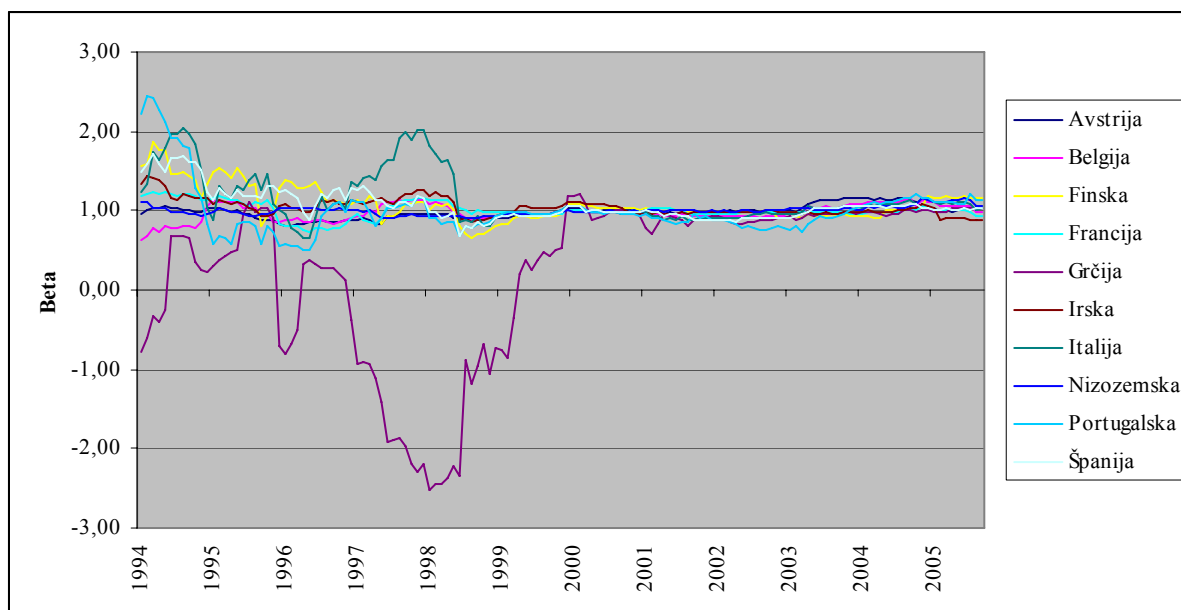
V drugem primeru naj bi se s povečanjem integracije od posamezne države odvisna napaka $\varepsilon_{i,t}$ zmanjšala. Pri popolni integraciji bi le splošne novice vplivale na lokalne donose (pod domnevo, da je stopnja sistemskega tveganja enaka za vse obveznice) in da je delež variance blizu 100 odstotkov. Ko pa na donose vplivajo le lokalni dejavniki, bo to razmerje 0. Skupna varianca lokalnih donosov se izračuna po enačbi 2, stopnja variance pa po enačbi 3. Stopnja variance je pozitivno povezana z beto sprememb lokalnih donosov glede na primerljivo sredstvo ter z relativno velikostjo razpršitve na primerljivem in lokalnem trgu obveznic. Stopnjo variance blizu 1 dobimo, ko gre beta proti enotnosti in ko so si razpršitve sprememb donosov lokalnih in primerljivih obveznic med seboj podobne.

$$Var(\Delta R_{i,t}) = \beta_{i,t}^2 Var(\Delta R_{B,t}) + Var(\varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

$$VR_{i,t} = \frac{\beta_{i,t}^2 Var(\Delta R_{b,t})}{Var(\Delta R_{i,t})} \quad (3)$$

Slika 7 kaže razvoj ocenjenih beta koeficientov za 10-letno obdobje. Za primerjavo so uporabljeni podatki 10-letnega obdobja nemškega trga z obveznicami. Do leta 1998 so bete zelo variirale pri vseh državah, potem pa so se poenotile. Grčija je bila ponovno izjema zaradi kasnejšega vstopa v EMU. Prvič, korelacija sprememb lokalnih donosov glede na Nemčijo se je postopno povečevala in na začetku leta 1999 dosegla skoraj vrednost 1. To povečanje pojasni, zakaj so se bete držav, ki so sprva imele nizko beto (še posebno Italija, Grčija, Portugalska in Španija), do leta 1999 (do januarja 2002 za Grčijo) postopoma povečevale proti 1. Drugič, medtem ko je bila stopnja razpršenosti donosov v večini držav višja kot v Nemčiji, so se le-te od leta 1999 poenotile. To kaže, da so lokalni trgi obveznic veliko manj pod vplivom značilnih lokalnih novic kot pa so bili prej (to vključuje tudi odpravo tveganja menjalnega tečaja).

Slika 7: Razvoj beta koeficientov za posamezne države



Vir: Financial integration indicators, 2006

Kot zadnje merilo pa Tabela 3 (na str. 24) prikazuje sorazmerje variance sprememb lokalnih donosov, ki jo lahko razložimo s primerljivimi donosi državnih obveznic. Prikazani so podatki za 10-, 5- in 2-letne zapadlosti.

Pred letom 1998 so lahko splošne novice za obveznice z zapadlostjo desetih letih razložile manj kot 50 odstotkov skupne variance na Finskem, v Grčiji, Italiji, Portugalski in Španiji. Za ostale države je ta vrednost veliko večja, vendar šele leta 1999 dosežejo vrednosti blizu 100

odstotkov. Od leta 2000 naprej ostane nepojasnenih le okoli 5 odstotkov sprememb donosa zaradi pretresov na primerljivem trgu obveznic, kar nakazuje visoko integracijo tega trga. Deleži variacije so narasli tudi v 2- in 5-letnih obdobjih, vendar niso dosegli enako visokih stopenj kot v 10-letnem obdobju. To lahko delno kaže tako na nižjo stopnjo likvidnosti, kakor tudi na odsotnost dobro razvitih sekundarnih trgov v teh delih zapadlosti.

Tabela 3: Povprečna sorazmerja variance sprememb lokalnih donosov, pojasnjenih s primerljivimi donosi državnih obveznic za 2-, 5-, 10-letne zapadlosti

	Bonitetna ocena	2-letna zapadlost (%)		5-letna zapadlost (%)		10-letna zapadlost (%)	
		1995–1998	1999–2003	1995–5	1999–2003	1995–1998	1999–2003
Avstrija	Aaa	60	83	61	92	90	98
Finska	Aaa	83	87	53	85	38	93
Francija	Aaa	benchmark	benchmark	82	98	n. p.*	n. p.*
Nemčija	Aaa	55	88	72	96	benchmark	n.p.*
Irska	Aaa	n.p.	n.p.	58	83	77	95
Nizozemska	Aaa	59	93	72	91	95	99
Belgija	Aa1	61	84	70	94	86	98
Španija	Aa1	37	87	59	90	47	96
Italija	Aa2	23	81	46	91	32	94
Portugalska	Aa2	44	63	62	85	40	96
Grčija	A2	n.p.	n.p.	n.p.	70	7	54

*n.p.- ni podatka

Vir: Baele et al., 2004, str. 519.

4.3 EVROPSKI TRGI PODJETNIŠKIH OBVEZNIC

Evropski trg podjetniških obveznic (*corporate-bond market*) je v primerjavi s trgom državnih obveznic relativno mlad. V zadnjih letih se je zelo povečal, njegova struktura pa občutno spremenila. Pred letom 1998 je na trgu prevladoval dolg visoko ocenjenih finančnih korporacij, po tem letu pa se je prisotnost industrijskih korporacij na tem trgu znatno povečala. Prišlo je do dramatične rasti v nizko ocenjenih bonitetnih razredih A in BBB.

4.3.1 NA CENO VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA PODJETNIŠKIH OBVEZNIC

Za primerjavo mesečnih donosov se uporablja presečna regresija, ki se nanaša na primerjavo razlik med razponi v donosih podjetniških obveznic in konstanto, kuponskimi obrestmi,

likvidnostjo in časom do zapadlosti. Pri merjenju stopnje integracije trga se ugotavlja, če tisti del razlike v donosih, ki ga niso razložili dejavniki tveganja, še vsebuje sistemsko državno komponento.

Za vsak mesec je narejena presečna regresija z upoštevanjem vseh podjetniških obveznic v tistem času, vključenih v indeks trga podjetniških obveznic Merrill Lynch EMU. Ocenjeni rezultati so podani v tabeli 3. Skoraj vse vrednosti bonitetnih ocen so statistično značilne in se ujemajo s pričakovanji. Obveznice z visokimi bonitetnimi ocenami imajo nižjo kreditno razširjenost, kar odražajo koeficienti z AAA, AA in A+ ocenjenih obveznic. In nasprotno, koeficienti obveznic z nižjimi ocenami so pozitivni in odražajo višjo razširjenost A, A in BBB ocenjenih obveznic. V povprečju je donos BBB obveznic za 103 bazične točke višji od donosa obveznic AAA.

Parametri, povezani z obveznicami na prinašalčevo ime in razmerjem med časom in zapadlostjo, so statistično značilni, toda majhni s stališča gospodarstva. Pozitivni znak učinka razmerja med časom in zapadlostjo se ujema z opaženo strukturo razširjenosti podjetniških obveznic. Učinek likvidnosti je statistično značilen in ima pričakovani negativni znak, kar odraža manjšo razširjenost bolj likvidnih obveznic. Ocene za učinek sektorja so majhne in niso statistično značilne, toda povprečna vrednost koeficienta potrjuje dejstvo, da imajo obveznice finančnih podjetij v povprečju nižjo razširjenost kot nefinančnih.

Glede na korekcijo tveganja lahko merila integracije trga podjetniških obveznic dobimo tako, da raziščemo, če na tveganje prilagojene razširjenosti donosov vsebujejo sistemsko državno komponento ali ne. Pri privzeti hipotezi, da je integracija popolna, se parametri držav ne smejo statistično razlikovati od vrednosti 0. Kot merilo splošne integracije trga podjetniških obveznic v vsakem časovnem obdobju izračunavamo delež skupne variance razširjenosti donosov, razložene z učinki držav. Na visoko integriranem trgu mora biti ta delež blizu 0.

Kot je prikazano v Tabeli 4, je v vsakem primeru, razen v Nemčiji, parameter, povezan z državo, statistično značilen pri 5–odstotni stopnji razširjenosti, značilna za posamezno državo, pa je z vidika gospodarstva relativno majhna. Španske, irske in avstrijske korporacije plačujejo državne premije v višini 4, 6 in 2 točki, medtem ko francoske 8. Za Nemčijo in Nizozemsko je premija blizu 0. Te državne premije so nekoliko višje kot na trgu državnih obveznic in za Nemčijo niso statistično značilne. Zatorej ti rezultati kažejo, da je trg podjetniških obveznic relativno dobro integriran.

Za razumevanje pomembnosti različnih dejavnikov je izračunano razmerje presečne variance, razložene z različnimi komponentami v različnem času. V povprečju ti dejavniki razložijo okoli 33 odstotkov presečne variance. Učinek bonitetne ocene (*rating effect*) razloži okoli 25 odstotkov skupne variance. Splošni učinki (*common effects*), učinki obveznic na prinašalčevo ime (*coupon effects*), učinki zapadlosti (*maturity effects*), likvidnosti (*liquidity effects*) in sektorja (*sector effects*) pa razložijo še preostalih 8 odstotkov. Učinki države razložijo izredno

majhen del presečne variance, in sicer ponavadi ne več kot 2 % odstotka, kar le potrjuje, da je stopnja integracije tega trga razmeroma visoka.

Tabela 4: Povprečne ocene parametrov presečne regresije

Učinki bonitete			Učinki države		
		Vrednost <i>p</i>			Vrednost <i>p</i>
AAA	−33,79	0,00	Avstrija	2,21	0,00
AA1	−23,09	0,00	Nemčija	−1,54	0,06
AA2	−21,74	0,00	Španija	3,86	0,00
AA3	−14,66	0,00	Francija	−7,64	0,00
A1	−2,55	0,21	Irska	5,78	0,00
A2	17,94	0,00	Nizozemska	−0,57	0,01
A3	24,10	0,00			
BBB	69,46	0,00			
			Splošni učinki	86,52	0,00
Učinki sektorja			Učinki zapadlosti	1,88	0,00
Finančni	−0,27	0,19	Učinki obveznic	4,17	0,00
Nefinančni	0,31	0,38	Učinek likvidnosti	−66,19	0,00

Vir: Baele et al., 2004, str. 520.

4.3.2 NA KOLIČINO VEZANA MERILA INTEGRACIJE TRGA PODJETNIŠKIH OBVEZNIC

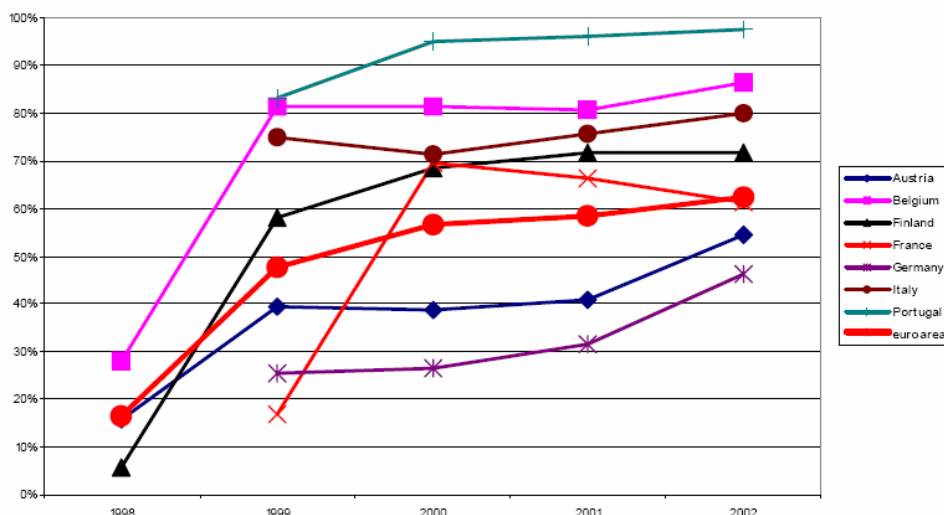
Slika 8 (na str. 27) prikazuje delež sredstev, investiranih v sklade trga obveznic z vseevropsko investicijsko strategijo za osem evropskih držav³.

Slika jasno prikazuje splošen trend povečanja relativne velikosti vseevropskih investicijskih obvezniških skladov, vključno z izjemnim povečanjem v času uvedbe evra. Leta 1998 je bil povprečni tržni delež 17-odstoten, leta 2002 pa je bil že 60-odstoten. Število vseevropskih upravljanih obvezniških skladov se je povečalo v vseh državah.

V zadnjih petih letih je delež obvezniških skladov s strategijo globalne razporeditve obveznic ostal nespremenjen pri okoli 20 odstotkih, medtem ko se je delež evropskih obvezniških skladov dramatično povečal. Integracija obvezniškega trga se je tako veliko bolj povečala med različnimi evropskimi trgi kot pa med svetovnimi.

Slika 8: Delež sredstev, investiranih v sklade trga obveznic z vseevropsko investicijsko strategijo po posameznih državah

³ Avstrija (*Austria*), Belgija (*Belgium*), Finska (*Finland*), Francija (*France*), Nemčija (*Germany*), Italija (*Italy*), Portugalska (*Portugal*) in evroobmočje (*euroarea*).



Vir: Baele et al., 2004, str. 521.

4.4 EVROPSKI KREDITNI TRGI

V tem delu je predstavljen bančni trg na drobno, kjer je bila integracija očitno počasnejša kot pri drugih bančnih dejavnostih. Predhodne študije so pokazale, da je bila stopnja integracije bančnega sistema na drobno zelo omejena na začetku 90. let, a se je malo povečala pred uvedbo evra leta 1999. Vendar pa uvedba enotne denarne valute ni imela tako velikega vpliva na ta trg, kot ga je imela pri vseh drugih obravnavanih trgih. Prvič zato, ker so posojila na drobno manj izpostavljena pritiskom mednarodne konkurence, saj je bližina kupcev zelo pomembna. Drugi razlogi so še asimetrične informacije in stroški prehajanja z ene banke na drugo, kar še dodatno prispeva k manj konkurenčnim in integriranim bančnim trgom na drobno.

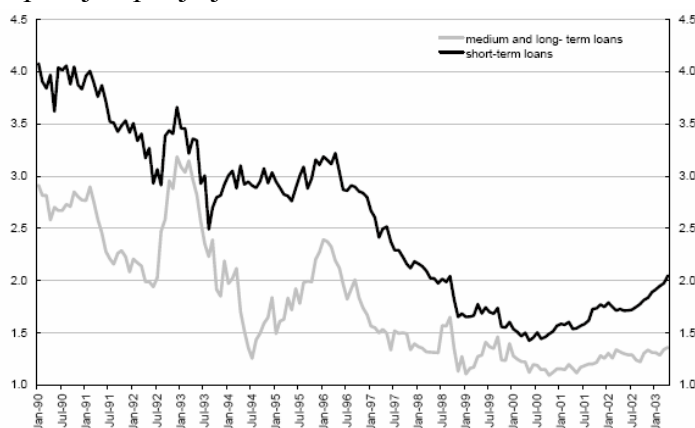
Ne glede na to pa so bili narejeni veliki koraki k liberalizaciji in integraciji teh trgov. Začetek sega v leto 1977, ko je bila uvedena prva in leta 1988 druga bančna direktiva, ki se je nadaljevala z izdajo Akcijskega načrta za finančne storitve (FSAP) leta 1999. Kar zadeva finančne storitve na drobno, je bil eden izmed strateških ciljev tega načrta nastanek odprtih in varnih trgov na drobno. Predlaganih je bilo devet meril, ki naj bi odstranila razlike v cenah v EU in izboljšala zaščito kupcev. Od leta 1999 do danes je bila večina teh meril tudi sprejeta. Tako je s pravnega vidika integracija evropskih bančnih trgov zelo velika. Navidezno pomanjkljiva integracija tega dela trga pa priča, da obstajajo še druge ovire za integracijo, ki pa še niso bile odstranjene. Zato je za boljše razumevanje samega procesa integracije in za pomoč pri prepoznavanju vseh preostalih ovir treba natančneje izmeriti tržno integracijo.

4.4.1 NA CENO VEZANA MERILA INTEGRACIJE BANČNIŠTVA

Eden izmed enostavnejših indikatorjev finančne integracije temelji na presečni razpršitvi obrestnih mer po državah. Po hipotezi, da finančna integracija omogoča podobnost donosov primerljivih, a ne popolnoma homogenih finančnih sredstev, bi se morala razpršitev zmanjšati z večjo integracijo teh trgov.

Sliki 9 in 10 prikazujeta prečni prerez standardnih odklonov obrestnih mer od začetka 90. let do konca leta 2002. Pri analizi so upoštevane obrestne mere za posojila: kratkoročna posojila (*short-term loans*), srednje- (*medium-term loans*) in dolgoročna posojila (*long-term loans*) podjetjem ter posojila gospodinjstvom za potrošniška (*consumer loans*) in hipotekarna posojila (*mortgage loans*).

Slika 9: Prečni prerez standardnih odklonov obrestnih mer za kratkoročna, srednje- in dolgoročna posojila podjetjem



Vir: Baele et al., 2004, str. 523.

Slika 10: Prečni prerez standardnih odklonov obrestnih mer za kratkoročna, srednje- in dolgoročna posojila gospodinjstvom za potrošniška in hipotekarna posojila



Vir: Baele et al., 2004, str. 523.

Pri tem ločimo tri časovna obdobja. Prvo, od 1990 do 1994, traja od ukinitve nadzora kratkoročnega kapitala do krize ERM leta 1992 oz 1993 in odprave njenih posledic. V tem

obdobju so bile obrestne mere zelo nestanovitne, vrhunec tega je bil v obdobju od 1992 do 1993, kar je bilo še posebej vidno pri posojilnih obrestnih merah za podjetja. Tukaj je razpršitev dosegla vrhunec konec leta 1992 in sicer zaradi visokih obrestnih mer v Italiji, na Irskem in v Španiji pri kratkoročnih posojilih ter na Finskem in Irskem pri srednje- in dolgoročnih posojilih. Pri potrošniških posojilih je na začetku 90. let prišlo do visoke variabilnosti razpršitve predvsem zaradi nenadnih sprememb obrestnih mer na Irskem in v Španiji.

Drugo obdobje, od 1995 do 1998, zajema čas, ko so bile razlike v obrestnih merah zelo očitne zaradi t. i. konvergentnih trgovanj na finančnih trgih, ki so jih vodila pričakovanja EMU. To je vspodbudilo splošno konvergenco stopenj obrestnih mer. Po vrhuncu konec leta 1995 in v začetku leta 1996 je razpršitev občutno upadala vse do leta 1998. Pri potrošniških posojilih je prišlo do visoke stopnje razpršitve zaradi visokih obrestnih mer v Španiji in na Portugalskem, medtem ko so razlike v drugih evropskih državah občutno upadale.

Tretje obdobje, od leta 1999 naprej, sovpada s prvim letom tretje stopnje EMU. Z odpravo tveganja menjalnega tečaja znotraj EU lahko pričakujemo, da bo merilo presečne razpršitve veliko povedalo o stopnji integracije tega dela trga v tem obdobju. Zdi se, da se je razpršitev srednje- in dolgoročnih posojil podjetjem in hipotekarnih posojil zmanjšala, medtem ko je pri kratkoročnih posojilih podjetjem in potrošniških posojilih ostala nespremenjena ali se je povečala.

4.4.2 NA NOVICE VEZANA MERILA INTEGRACIJE BANČNIŠTVA

Glede na to merilo, naj bi se z večjo integracijo posojilne obresti poenotile in se odzivale na enake novice. To pomeni, da bi bili posojilojemalci v enaki skupini tveganja, a v različnih državah, deležni enake obrestne mere. Novice o relativni tveganosti te skupine naj bi posojilojemalce v različnih državah prizadele v enaki meri, lokalne novice pa bi jih lahko prizadele le, če bi šlo za informacije o tveganosti vseh posojilojemalcev znotraj te kategorije.

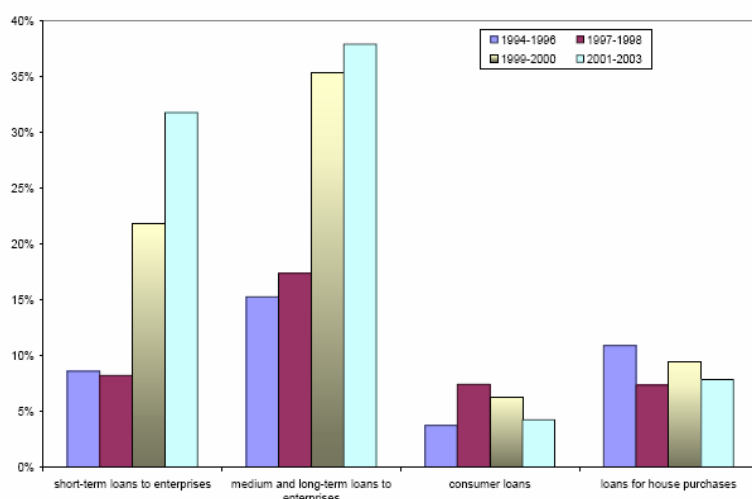
Ugotovljeno je, da so splošne novice upoštevane v gibanjih donosov državnih obveznic s primerljivo zapadlostjo. Tako je najprej ocenjen odnos med spremembo stopnje posamezne bančne obrestne mere v neki državi in spremembo stopnje ustrezne primerljive obrestne mere⁴ za štiri obdobja, in sicer od 1994 do 1996, od 1997 do 1998, od 1999 do 2000 in od 2001 do 2003. Kot merilo integracije je izračunan odstotek v spremembi lokalnih posojilnih obresti in je razložen s spremembami donosa primerljivih sredstev. Ta delež naj bi se z večanjem integracije povečeval.

⁴ Primerljiva obrestna mera na trgu kratkoročnih posojil je 3-mesečna obrestna mera na denarnem trgu, pri srednje- in dolgoročnih posojilih pa se posamezne bančne obrestne mere primerja z donosi 2-letnih državnih obveznic. Pri potrošniških posojilih in posojilih za gospodinjstva je izračunana primerjava z donosi 2- in 5-letnih državnih obveznic.

Slika 11 prikazuje razmerje povprečne variance med evropskimi državami, ki merijo del lokalne variance različnih bančnih obrestnih mer, razloženih s skupnimi faktorji, se pravi izbranimi primerljivimi obrestnimi merami na trgu. Rezultati na sliki kažejo, da je integracija evropskega kreditnega trga od uvedbe evra občutno napredovala, a le na tistih delih trga, ki so povezani s posojili za podjetja. Pri kratkoročnih posojilih podjetjem (*short-term loans to enterprises*) je bil delež povprečne variance, razložene v letih od 1994 do 1996, v povprečju okoli 9-odstoten in je ostal nespremenjen še nadaljnji dve leti. Zatem je skočil na 32 odstotkov.

Pri srednje- in dolgoročnih posojilih podjetjem (*medium and long-term loans to enterprises*) je bil delež povprečne variance, razložene v modelu, še vedno nizek, čeprav se je v povprečju povečal (na 38 odstotkov po letu 2000 s 15 odstotkov sredi 90. let). Dejstvo, da delež povprečne variance ni 40-odstotni, pomeni, da trenutna integracija kreditnega trga ni posebno velika. Pri posojilih za gospodinjstva je stopnja integracije še manjša. Deleži variance so zelo nizki (okoli 8 do 10 odstotkov) pri potrošniških in hipotekarnih posojilih, poleg tega pa se delež povprečne variance, razložene v modelu, v zadnjih desetih letih ni spremenil.

Slika 11: Razmerje variance različnih obrestnih mer, razloženih s skupnimi faktorji



Vir: Baele et al., 2004, str. 525.

Vedeti je treba, da benchmark obrestna mera na trgu ni edini dejavnik določanja posojilnih obresti. Prvič, posojilne obresti se lahko spremenijo tudi zaradi spreminjanja višine premij tveganja, ki jih banke zaračunavajo posojilojemalcem. Natančneje, ker je tveganje pri finančnih projektih večje v času recesije, se posojilne obresti običajno zvišajo. Ta učinek je pomemben predvsem pri posojilih z daljšo zapadlostjo. Dinamika lokalnih posojil se lahko razlikuje od države do države zaradi različne strukture tveganja posojilojemalcev ali pa zaradi določenih posebnosti v posojilni pogodbi (npr. rahlo podaljšanje oz. skrajšanje zapadlosti).

4.5 EVROPSKI DELNIŠKI TRGI

Na začetku 90. let je bila velikost različnih kontinentalnih evropskih delniških trgov (*equity markets*) relativno majhna, še posebno v primerjavi s tistim v VB in ZDA. V zadnjem desetletju pa se je število evropskih delniških trgov povečevalo hitreje od angleških in ameriških trgov in so postali pomembnejši viri financiranja evropskih korporacij. Istočasno so investitorji razvili delniško kulturo in povečali vložena sredstva v delnice, tako neposredno kot posredno preko pokojninskih in investicijskih skladov.

Na povečevanje stopnje integracije evropskih delniških trgov so vplivale pobude politikov in tržnih udeležencev. Temelji procesa integracije vsebujejo Direktivo UCITS-a (Podvigi za kolektivno investiranje in prenosljive vrednostne papirje) iz leta 1985 in Direktivo investicijskih storitev iz leta 1993. Zadnje pobude pa vključujejo Akcijski načrt za finančne storitve (FSAP) in Lamfalussyjevo poročilo o regulaciji evropskih trgov vrednostnih papirjev, pa tudi delo skupine Giovannini⁵. Na ravni trga sta integracijo delniških trgov vspodbujala tehnološki napredek in konkurenca med borzami vrednostnih papirjev. Konsolidacija med borzami je bila do sedaj omejena na relativno uspešno združitev borz v Amsterdamu, Bruslju in Parizu leta 2000, ki sedaj tvorijo Euronext. Istočasno poteka horizontalna konsolidacija infrastrukture kliringa in likvidacije. Tako naj bi se znižali stroški čezmejnih transakcij in vspodbudila nadaljnja konsolidacija med borzami vrednostnih papirjev. Kljub temu pa transakcijski stroški v Evropi ostajajo veliko večji kot v ZDA.

4.5.1 NA NOVICE VEZANA MERILA INTEGRACIJE DELNIŠKIH TRGOV

Predpostavlja se, da se novice, skupne vsem investitorjem, dobro odražajo v nepričakovanih spremembah na ameriškem delniškem trgu – predstavniku svetovnih novic – in na evropskem delniškem trgu – predstavniku regionalnih evropskih novic (Slika 12 na str. 32). Napredek v integriranosti delniških trgov EU se vidi predvsem v povečani občutljivosti donosnosti delnic na t.i. evropske pretese. Z betami merimo te občutljivosti oz. intenzivnost, s katero se pretresi evropskih in ameriških donosov prenašajo na lokalne delniške trge. Del lokalnih donosov, ki jih ne moremo razložiti s splošnimi dejavniki, je interpretiran kot odziv donosa na zgolj lokalne novice.

Enačba za izračun donosnosti delnic $R_{i,t}$ v posamezni državi i je naslednja:

$$R_{i,t} = \mu_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

kjer $\mu_{i,t}$ pomeni pričakovano donosnost in $\varepsilon_{i,t}$ nepričakovano donosnost.

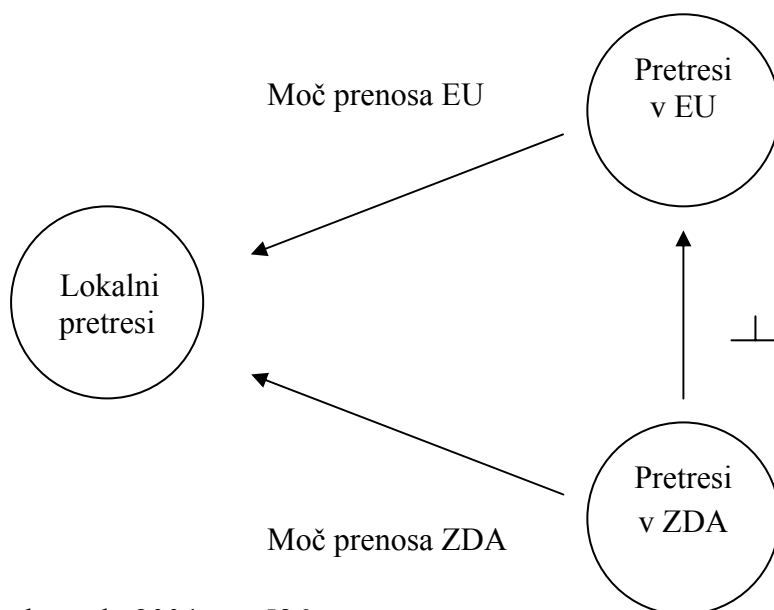
⁵ Skupina Giovannini je forum finančnih strokovnjakov, ki svetuje Evropski komisiji o zadevah finančnega sektorja

Enačba za izračun nepričakovane donosnosti delnic $\varepsilon_{i,t}$ v posamezni državi i je sledeča:

$$\varepsilon_{i,t} = e_{i,t} + \beta_{i,t}^{eu} \varepsilon_{eu,t} + \beta_{i,t}^{us} \varepsilon_{us,t}$$

kjer $e_{i,t}$ pomeni lokalne pretrese, $\varepsilon_{eu,t}$ in $\varepsilon_{us,t}$ pa nepričakovane spremembe na evropskem delniškem trgu oz. ameriškem delniškem trgu. $\beta_{i,t}^{eu}$ in $\beta_{i,t}^{us}$ pomenita občutljivost posamezne države na evropske oz. ameriške nepričakovane spremembe delniških trgov.

Slika 12: Struktura modela prenosa volatilnosti



Vir: Baele et al., 2004, str. 526.

Za ponazoritev, da se lahko bete in tako tudi stopnja integracije delniških trgov skozi čas spreminjajo, so vpeljane tri slamnate spremenljivke, ki so glede na osnovno obdobje od leta 1973 do 1985 v različnih obdobjih različne. Ta obdobja so: obdobje po Zakonu o eni Evropi (1986–1992), obdobje med Maastrichtsko pogodbo in uvedbo skupne valute (1992–1998) ter obdobje po uvedbi evra (1999–2003). Enačbi za beti sta naslednji:

$$\beta_{i,t}^{eu} = \zeta_{i,0} + \zeta_{i,1} D_t^1 + \zeta_{i,2} D_t^2 + \zeta_{i,3} D_t^3$$

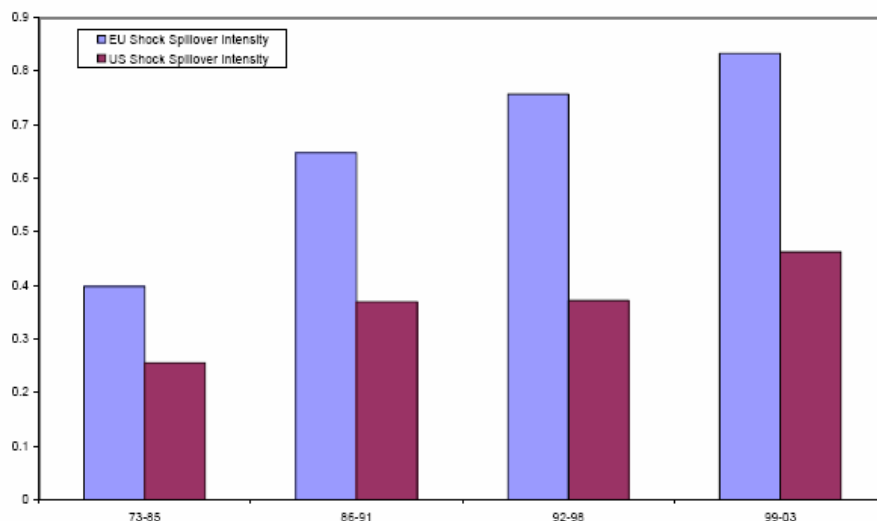
$$\beta_{i,t}^{us} = \psi_{i,0} + \psi_{i,1} D_t^1 + \psi_{i,2} D_t^2 + \psi_{i,3} D_t^3$$

kjer so D-ji slamnate spremenljivke za ta tri obdobja.

Slika 13 (na str. 33) prikazuje povprečne občutljivosti donosov lokalnih delniških trgov glede na splošne evropske in ameriške pretrese. Povprečna občutljivost na evropske pretrese se je povečala z 0,40 v obdobju od 1973 do 1985 na 0,65 v obdobju od 1986 do 1991 oz. za 63 odstotkov. V obdobju od 1992 do 1999 se je povečala še za 17 odstotkov in v naslednjem obdobju za nadaljnjih 10 odstotkov. V skoraj vseh primerih so spremembe zaradi pretresov v

posameznih obdobjih izredno pomembne. Podobna, a veliko manjša, so bila povečanja zaradi ameriških pretresov. Skupno povečanje evropskih in ameriških pretresov kaže, da se stopnja integracije ni povečala le v Evropi, ampak tudi globalno na večjih svetovnih delniških trgih.

Slika 13: Učinek prenosa pretresov na evroobmočju (*EU Shock Spillover Intensity*) in v ZDA (*US Shock Spillover Intensity*)

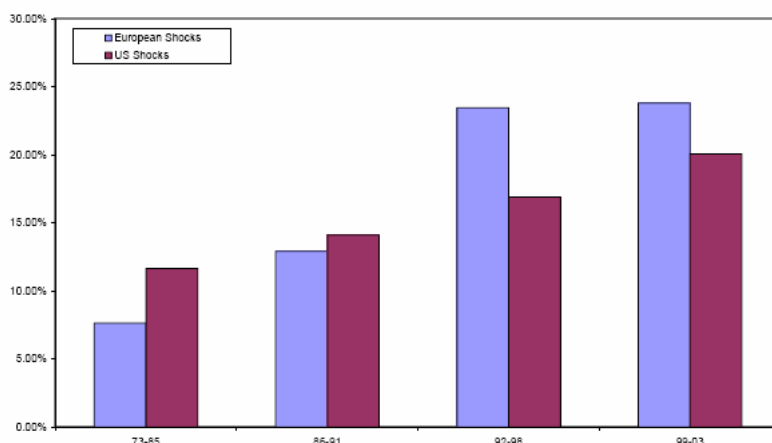


Vir: Baele et al., 2004, str. 527.

Slika 14 (na str. 34) prikazuje delež lokalne variance, pojasnjene z evropskimi in ameriški pretresi. V obdobju od leta 1973 do 1985 je bilo le 8 odstotkov lokalne variance donosov pojasnjene s pretresi v Evropi, a se je delež postopoma povečal na 23 odstotkov v obdobju od 1999 do 2003. Sprva so bili pomembnejši ameriški pretresi, pozneje, od leta 1992 naprej, pa evropski pretresi. To kaže na to, da se je regionalna evropska integracija povečevala hitreje kot pa integracija globalnih trgov.

Postavlja se vprašanje, kakšne vrednosti pretresov lahko pričakujemo na popolnoma integriranem trgu. Na žalost teoretično primerljiv trg ne obstaja, zato na to vprašanje ne moremo odgovoriti. Pomagamo si lahko le z rezultati neevropskih trgov. Glede na preglednico 2 Baekerta in sodelavcev (2005) je delež variance, pojasnjene z evropskimi in ameriški pretresi 12,1 % za Turčijo. V Južni Ameriki je pomembnost skupnih faktorjev 3-odstotna v Kolumbiji, 5,7-odstotna v Venezueli, a 28,5-odstotna na veliko razvitejših argentinskih in brazilskih trgih. Podobni rezultati so na azijskih delniških trgih. Po izračunih je pomembnost splošnih evropskih in ameriških pretresov 30-odstotna za Madžarsko in Poljsko ter 10-odstotna za Češko. Večji deleži variance na evropskih trgih kažejo, da so evropski delniški trgi relativno visoko integrirani.

Slika 14: Delež lokalne variance, pojasnjene z evropskimi (*European Shocks*) in ameriški pretresi (*US Shocks*)

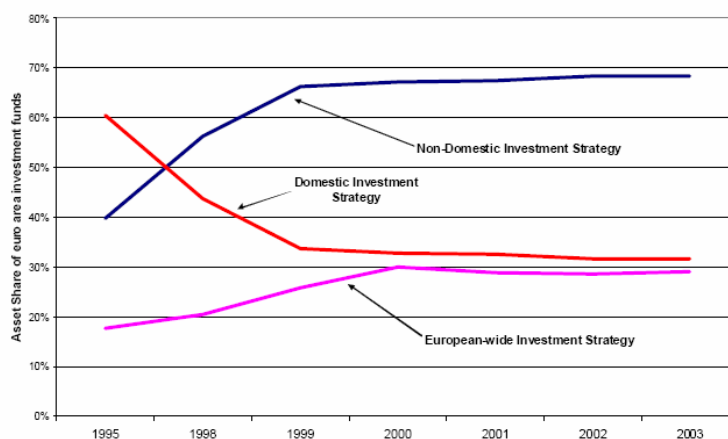


Vir: Baele et al., 2004, str. 527.

4.5.2 NA KOLIČINO VEZANA MERILA INTEGRACIJE DELNIŠKIH TRGOV

Raziskano je, ali lahko povečanje integracije delniškega trga, kot kažejo cenovni indikatorji, potrdimo s povečano internacionalizacijo delniških zadolžnic. Slika 15 prikazuje delež delniških skladov, ki investirajo doma (*domestic investment strategy*), v Evropi (*European-wide investment strategy*) in po svetu (*non-domestic investment strategy*) v obdobju od 1995 do 2003. V obdobju od 1995 do 1999 se je delež investicijskih skladov z zgolj domačo strategijo s 60 odstotkov zmanjšal na manj kot 35 odstotkov. Investicijski skladi z globalno investicijsko strategijo so pridobili največ, saj se je njihov tržni delež s 40 odstotkov v letu 1995 povečal na skoraj 70 odstotkov po letu 1999.

Slika 15: Delež delniških skladov, ki investirajo doma, v Evropi in po svetu



Vir: Baele et al., 2004, str. 528.

V vseh evropskih državah se je ta delež povečal v obdobju od 1995 do 2002 in do leta 2002 je delež investicijskih skladov z nedomačo strategijo presegel 75 odstotkov v šestih od desetih

držav v vzorcu. Če pogledamo vse evropske države, se je delež investicijskih skladov iz nedomačih delnic s 40 odstotkov v letu 1995 povečal na skoraj 70 odstotkov v letu 2002. Delež evropskih investicijskih skladov pa se je s 18 odstotkov v letu 1995 povečal na 30 odstotkov po letu 1999. To kaže, da državne meje ne ustavijo investorjev pri razpršitvi njihovih delniških portfeljev.

5 SKLEP

Kljub mnogim oviram za vzpostavitev enotnega evropskega trga finančnih storitev obstaja čedalje več dokazov za to, da se ta trg vendarle oblikuje in prosperira. Skozi diplomsko delo je bilo moč spoznati koristi, ki jih integrirani finančni trg prinaša ne samo evropskemu gospodarstvu v celoti, ampak tudi posameznim potrošnikom in podjetjem, kot tudi slabosti, ki zaenkrat še ovirajo popolno integracijo trga.

Cilj diplomske naloge je bil predstaviti skupek specifičnih meril za merjenje stanja in razvoja integracije finančnih trgov v Evropi. Narejena je bila analiza petih ključnih trgov, in sicer denarnega trga, trga podjetniških obveznic, trga državnih obveznic, kreditnega in delniškega trga. Na osnovi zakona ene cene so razvita merila integracije, in sicer merila na osnovi cene, novic in količine.

Rezultati analize kažejo, da se je stopnja integracije povečala na vseh trgih, razen na kreditnem. Denarni trg je od vseh najbolj integriran, vendar pa obstajajo razlike po posameznih segmentih tega trga. Stopnja integracije na nezavarovanem depozitnem trgu je po uvedbi evra skoraj popolna, medtem ko je na repo trgu veliko slabša.

Za trg dolžniških vrednostnih papirjev je uvedba evra pomenila pomembno spodbudo za integracijo, saj je omogočila večjo homogenizacijo trga, s čimer se je razširil krog potencialnih investorjev, kar v končni fazi vpliva na povečanje konkurenčnosti. Rezultati kažejo, da je stopnja integracije na trgu državnih obveznic od uvedbe evra zelo visoka. Ne le, da so se donosi državnih obveznic hitro poenotili v vseh državah, ampak so postali veliko bolj odvisni od splošnih novic, kot pa od dejavnikov lokalnih tveganj. Istočasno pa je tudi ugotovljeno, da se donosi državnih obveznic s podobnim ali celo identičnim kreditnim tveganjem in zapadlostjo niso popolnoma poenotili. Še več, lokalni dejavniki še nadalje vplivajo nanje, čeprav v majhnem obsegu, s katerimi lahko razložimo gibanja donosov v posameznih državah. Delno lahko to razložimo tudi z zaznanim kreditnim tveganjem obveznic v različnih državah in z upoštevanjem likvidnosti. Rezultati za hitro razširjajoči se trg podjetniških obveznic kažejo, da je ta trg razmeroma dobro integriran in da se delež evropskih obvezniških skladov zelo povečuje.

Analiza stanja integracije bančnega sektorja v EU je pokazala, da je z vidika pravne urejenosti stopnja integriranosti tega trga visoka, vendar pa cenovne mere integriranosti kažejo na obstoj razlik po posameznih segmentih trga. Analize obrestnih mer kažejo na višjo stopnjo segmentacije trga kratkoročnih posojil kot pa trga srednje- in dolgoročnih posojil. Pri posojilnih obrestnih merah je opaziti določeno konvergenco pri obrestnih merah hipotekarnih posojil, medtem ko trg potrošniških posojil ostaja še vedno zelo razdrobljen.

Na evropskem trgu delnic je opaziti povečanje stopnje integracije. Rezultati kažejo na povečanje občutljivosti donosnosti delnic za t.i. splošne novice in čedalje manj na dejavnike, značilne za posamezno državo.

Tudi slovenski finančni trg je z vstopom v Evropsko unijo postal del tega razvijajočega se enotnega evropskega trga finančnih storitev. Z vstopom Slovenije v Evropsko unijo se je začutilo povečanje števila ponudnikov nekaterih finančnih storitev, npr. (tujih) vzajemnih skladov. Z nadaljevanjem integracije v enoten finančni trg Evropske unije bo dodatna konkurenca vse slovenske ponudnike finančnih storitev prisilila predvsem v racionalizacijo poslovanja in prilagoditev ponudbe tujim ponudnikom, s čimer pa bodo uporabniki njihovih storitev samo pridobili. Ključnega pomena za njegovo polno integracijo bo vstop v EMU in uvedba evra.

LITERATURA

1. Adam Klaus et al.: Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Metodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union. Salerno : University of Salerno-Center for studies in Economics and finance, 2002. 60 str.
2. Adjaoute Kpate, Danthine Jean-Pierre: European Financial Integration and Equity Returns: A Theory –Based Assessment. FAME Working Paper No. 84. B.k. : FAME, 2003. 75 str.
3. Allen Franklin, Gale Douglas: Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing. Journal of Political Economy, Chicago : 105(1997), 3, str. 523 – 546.
4. Allen Franklin, Chui Michael K. F., Maddaloni Angela: Financial Systems in Europe, the USA, and ASIA. Oxford Review of Economic policy, Oxford, 20(2004), 4, str. 490–508.
5. Arratibel Olga et al.: The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review. ECB Occasional Paper No. 10. Frankfurt : ECB, 2004. 67 str.
6. Baele Lieven et al.: Measuring European Financial Integration. Oxford Review of Economic policy, Oxford, 20(2004), 4, str. 509–529.
7. Baele Lieven et al.: Measuring Financial Integration In The Euro Area. ECB Occasional Paper No. 14. Frankfurt : ECB, 2004a. 95 str.
8. Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman: Finance and the Sources of Growth. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 58(2000), 1–2, str. 261–300.
9. Bekaert Geert, Harvey Campbell R., Lundblat Christian: Does Financial Liberalisation Spur Growth. Working Paper No. W 8245. New York : National Bureau of Economic Research, 2001. 41 str.
10. Cestone Giacinta, White Lucy: Anticompetitive Financial Contracting: The Design of Financial Claims. American Finance Association: Journal of Finance, New York, 58(2003), 5, str. 2109–2142.
11. Claessens Stijn, Djankov Simeon, Klingebiel Daniela: Stock Markets in Transition Economies. Financial Sector Discussion paper, B.k. : World bank, 2000. 24 str.
12. Deželan Silva, Košak Marko: Razvoj enotnega evropskega trga finančnih storitev in učinki za Slovenijo. Razvojnoraziskovalna dejavnost ter inovacije, konkurenčnost in družbena odgovornost podjetij. Ljubljana : Časnik Finance, 2004, str. 99–119.
13. Doumont Michel: The European Single Market for Financial Services. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 13–21.
14. Feldman Robert A., Wagner Nancy: The Financial Sector, Macroeconomic Policy and Performance. EIB Papers, Luxembourg, 7(2002), 2. str. 13–30.
15. Freixas Xavier, Hartmann Philipp, Mayer Colin: The Assessment: European Financial Integration. Oxford Review of Economic policy, Oxford, 20(2004), 4, str. 475–489.

16. Giannetti Mariassunta et al.: Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth. European Commission DG ECFIN Economic Paper No. 179. Brussels : European Commission, 2002. 80 str.
17. Guiso Luigi et al.: Financial market integration and economic growth in the EU. Economic Policy, Cambridge, 19(2004), 40, str. 523–577.
18. Hart Oliver D.: On the Optimality of Equilibrium when the Market Structure is Incomplete. Journal of Economic Theory, New York, 11(1975), str. 418 – 443.
19. Hartmann Philipp, Maddaloni Angela, Manganelli Simone: The Euro Financial System: Structure, Integration and Policy Incentives. ECB Working Paper No. 230, maj 2003. 55 str.
20. Jayaratne Jith, Strahan Philip E.: The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation. Quarterly Journal of Economics, Cambridge, 111(1996), 4, str. 639–670.
21. Kalemli-Ozcan Sebnem, Sorensen Bent E., Yosha Oved: Risk sharing and industrial specialization: regional and international evidence. American Economic Review, Nashville, 93(2003), 3, str. 903 – 918.
22. Levine Ross, Zervos Sara: Stock Markets, Banks and Economic Growth. American Economic Review, Nashville, 88(2000), 3, str. 537–558.
23. Levine Ross: Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, Nashville, 35(1997), str. 688–726.
24. Peterlin Jožko, Repovž Leon: Financiranje. Koper : Visoka šola za management, 2000. str. 114.
25. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
26. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: Financial Dependence and Growth. American Economic Review, Nashville, 88(1998), 3, str. 559–586.
27. Rousseau Peter L.: Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth. Working Paper No. W 9333. New York : National Bureau of Economic Research, 2002. 49 str.
28. Toniolo Gianni, Gonté Leandro, Vecchi Giovanni: Monetary Union, Institutions and financial market Integration, Italy, 1862 – 1905. Discussion Paper No. 3684. London : CEPR, 2003. 19 str.

VIRI

1. ECB Letno poročilo 2004. Frankfurt : ECB, 2004. 226 str.
2. ECB Letno poročilo 2005. Frankfurt : ECB, 2005. 227 str.
3. Financial integration indicators. Frankfurt : ECB, 11.4.2006.
[URL: <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>].
4. Financial Sectors in EU Accession Countries. Frankfurt : ECB, julij 2002. str. 231.
5. Indicators of financial integration in the euro area. Frankfurt : ECB, september 2005.

6. The integration of Europe's financial markets. ECB Monthly Bulletin, Frankfurt : oktober 2003, str. 53–66.