



Munich Personal RePEc Archive

European stock market integration under EMU

Avadanei, Andreea

"Alexandru Ioan Cuza" University of Iasi, Romania, Doctoral School of Economics

30 April 2011

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/31086/>

MPRA Paper No. 31086, posted 25 May 2011 13:22 UTC

European Stock Market Integration under EMU

Andreea Avadanei
Doctoral School of Economics
„Alexandru Ioan Cuza University of Iasi, Romania

Abstract. *The aim of the present paper is to highlight the degree of European stock market integration. We structured our research on two sections obeying the following order: the first one presents some considerations of the academic literature studying the field and the second analyses the main financial indicators of stock market integration, namely venture capital, price based and quantitative indicators. Our concluding remarks show that regional euro-integration has proceeded more quickly than worldwide integration. At the same time, the level of the variance explained by common factors reveals that local shocks are still important. Quantity-based measures of euro-area equity market integration point out to a rising degree of integration. Since the introduction of the common currency Eurozone (EZ) investors have partially reallocated their equity portfolio from domestic holdings to holdings elsewhere within the EZ.*

Key words: *financial integration, stock market, consolidation, home bias, economic and monetary union.*

1. Introducere

Fenomenul de integrare financiară, alături de consolidarea semnificativă de la nivelul infrastructurilor pieței instrumentelor financiare s-au manifestat pregnant din 1999 și până în prezent, dar cu toate acestea nu există un tipar UEM clar relaționat.

Deși modelul de integrare/consolidare de la nivelul infrastructurilor pieței europene a instrumentelor financiare nu poate fi legat în mod direct de UEM, faptul că introducerea monedei unice a declanșat un nivel critic al cererii privind tranzacționarea transfrontalieră a titlurilor de valoare este o certitudine.

Din această perspectivă, Uniunea Economică și Monetară poate fi considerată un catalizator al integrării/consolidării, dar care au fost determinate în principal de încercările de exploatare a economiilor de scară în cadrul unui fenomen mai amplu precum creșterea fluxurilor de capital, dezvoltările tehnologice sau intensificarea concurenței dintre furnizorii tradiționali și cei netradiționali de servicii financiare. Acest aspect global este confirmat de procesul de integrare/consolidare de la nivelul infrastructurilor de tranzacționare a instrumentelor financiare din exteriorul zonei euro, dar mai ales din Statele Unite.

2. Considerații teoretice privind integrarea piețelor bursiere europene

Una dintre cele mai simple, dar și foarte înșelătoare reprezentări (proxy) pentru integrarea pieței bursiere are la bază dinamicile *coeficienților de corelație* (Adam et al. (2002), Ayuso și Blanco (2001), Adjaoute și Danthine (2002)).

O limitare a acestei abordări este legată de faptul că un nivel ridicat al corelațiilor nu este neapărat o dovadă a integrării financiare, pentru că acestea pot reflecta și modificarea corelației dintre șocurile reale și politice din cadrul fiecărui stat. Indicatorul este relevant numai în măsura în care procesul stohastic al șocurilor comune este constant de-a lungul timpului.

Fratzcher (2002) evaluează gradul de integrare al acestei piețe în funcție de măsura în care rentabilitățile naționale depind de șocurile internaționale contemporane, considerate ca o funcție având ca variabile informațiile istorice și prezente disponibile privind inovațiile de pe piețele interne și internaționale.

Pentru țările zonei euro, impactul unui șoc declanșat în acest spațiu a crescut de la 0.270 la 0.991 în cadrul unei perioade de 14 ani, dublându-se aproape între anii 1998-2000 (după anunțarea membrilor UEM), ceea ce arată un grad impresionant de integrare.

Acest fenomen a fost urmat de un proces de creștere a eficienței pieței reflectat de reducerea importanței informațiilor istorice în explicarea rentabilităților interne. O analiză mai aprofundată a factorilor determinanți ai integrării financiare arată că volatilitatea ratelor de schimb a reprezentat un impediment semnificativ pentru procesul de integrare. În consecință, moneda unică a avut un efect pozitiv deosebit de important asupra integrării pieței de profil.

În aceeași linie cu metodologia CAPM, pe o piață bursieră complet integrată, rentabilitățile *ex-ante* prezintă un preț numai pentru riscul corespunzător portofoliului internațional nu și pentru riscul specific de țară, care poate fi diversificat prin intermediul investițiilor internaționale¹. Prin urmare, dacă acesta din urmă depășește riscul asociat portofoliului internațional, fenomenul de integrare financiară ar trebui să fie însoțit de o scădere a primei de risc solicitată de investitorii în echilibru, deci de o scădere a rentabilităților previzionate și a costului capitalului.

Bekaert și Harvey (1995) propun următorul model de măsurare a integrării financiare ca fenomen variabil în timp:

$$E_{t-1}(r_{i,t}) = \Phi_{i,t-1} * \lambda_{t-1} * \text{COV}_{t-1}(r_{i,t}, r_{w,t}) + (1 - \Phi_{i,t-1}) * \lambda_{t-1} * \text{var}_{t-1}(r_{i,t}), \text{ unde:}$$

¹ Stulz, R.M., „Globalization of Equity Markets and the cost of Capital”, *NBER Working Papers* 7021, 1999, pag. 56

$\Phi_{i,t-1}$ măsoară integrarea și ia valori situate în intervalul $[0,1]$.

Dacă $\Phi_{i,t-1}$ are valoarea 1, piețele sunt integrate pe deplin; în cazul în care $\Phi_{i,t-1}$ ia valoarea 0, piața este segmentată.

λ măsoară aversiunea față de risc a celor mai reprezentativi investitori (prețul riscului).

Hardouvelis și Malliaropoulos (1999) utilizează această metodologie pentru a verifica dacă fenomenul de convergență al economiilor europene spre UEM și lansarea monedei unice au condus la o creștere a segmentării piețelor bursiere. Rezultatele obținute confirmă faptul că țările zonei euro au devenit din ce în ce mai integrate spre sfârșitul anilor 1990, piețele italiene și spaniole parcurgând o etapă completă de la segmentare la integrare în perioada 1996-1998. În cazul Marii Britanii, nivelul de integrare este relativ stabil de-a lungul întregului deceniu.

Pe baza portofoliului de acțiuni al investitorilor privați și internaționali se poate obține un set de *indicatori cantitativi* privind integrarea pieței bursiere, plecând de la premisa că piețele integrate extind oportunitățile de investiții prin intermediul unui vector cuprinzător de active care oferă avantajele de diversificare necesare. În aceste condiții, premisa de piață integrată nu este compatibilă cu un fenomen persistent de *home bias* (suprainvestirea în piața internă). Prin urmare, gradul crescut de integrare este de natură a reduce *home bias-ul* prin intermediul diverselor canale.

În primul rând, investitorii devin din ce în ce mai informați și conștienți de avantajele titlurilor străine, în cadrul unei piețe globalizate și integrate, astfel încât are loc o scădere a costurilor asimetriei informaționale. Aceasta se fundamentează pe costurile de tranzacționare mai mici, rezultat al introducerii monedei unice și implicit al creșterii fluxurilor comerciale intra-europene.

În al doilea rând, dezvoltarea tehnologiei și accentuarea competiției dintre piețele bursiere au facilitat achiziționarea titlurilor de capital străine.

În al treilea rând, numeroasele bariere instituționale relaționate de investițiile străine, precum regulile de adecvare a valurilor, au fost eliminate în mod gradual.

În al patrulea rând, creșterea corelațiilor dintre rentabilitățile obținute în cadrul piețelor dezvoltate stimulează investitorii în a-și diversifica portofoliile prin dețineri de active dincolo de granițele naționale.

De Santis și Gerard (2006) și Baele et al.(2007) argumentează că deciziile investitorilor europeni privind portofoliile de investiții s-au modificat, iar gradul de *home bias* a scăzut semnificativ în ultimii ani, rezultat al unui efect euro-relaționat semnificativ.

3. Evaluarea procesului de integrare a piețelor europene de acțiuni

În cazul bursei de valori financiar-integrate, nu sunt marcate impedimente efective în realizarea investițiilor în activele preferate de către agenții economici. Actualmente, euro-spațiul este deschis perspectivelor financiare. În plus, țările euro-spațiului sunt considerate deschise atât pentru intrările, cât și pentru ieșirile fluxurilor de ISD.

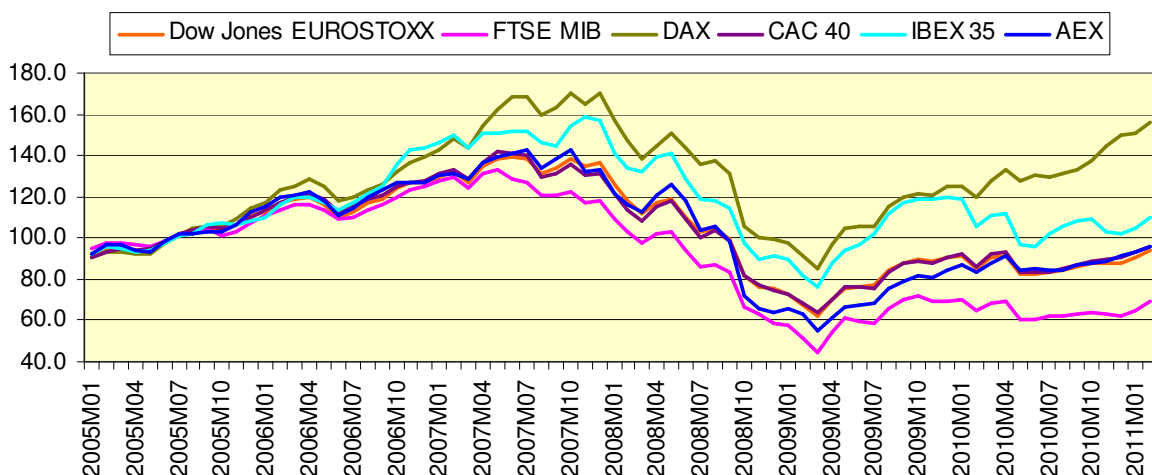
Este evident faptul că, începând cu anii 90 ai sec. XX, integrarea bursei de valori europene a înregistrat tempo-uri mult mai înalte și rapide în comparație cu bursele de valori americane.

În perioada 1997-2007, investitorii euro-spațiului și-au dublat, practic, ponderea acțiunilor deținute de la 22% în anii 1992-1998, până la 37%, în anii 1999-2007. Această creștere este semnificativă atât pe plan național, cât și pe plan internațional-investițiile în acțiuni realizate de euro-investitori au depășit dublu și investițiile americane direcționate spre achiziția acțiunilor.

În timpul crizei financiare, din momentul de început și până în prezent, piața bursieră a fost expusă unor tendințe extreme. Zona euro nu s-a constituit într-o excepție, astfel încât EUROSTOXX a suportat mereu scăderi și reveniri, adesea ca reacție la fluxurile informaționale venind dinspre Statele Unite sau EZ.

În ciuda numeroaselor diferențe specifice fiecărui stat, gradul de sincronizare al indicilor bursieri europeni este unul ridicat, similar nivelului de integrare al acestui segment.

Graficul nr. 1. Cursul indicilor bursieri



Sursa: elaborat de autor în baza datelor preluate de pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, 2011

Notă: Indicii utilizați sunt Dow Jones EURO STOXX pentru zona euro, DAX 30 pentru Germania, FTSE MIB pentru Italia, CAC 40 pentru Franța, Indicele AEX pentru Olanda și IBEX35 pentru Spania. Momentul central este 1 ianuarie 2005, toți indicii fiind egali cu 100.

Piața bursieră europeană a crescut în mod considerabil până în momentul apariției unei volatilități ridicate, asociate turbulențelor financiare globale, însă datele disponibile nu indică un anume impact al crizei prezente asupra integrării acesteia.

Deoarece rentabilitățile pieței bursiere nu sunt comparabile în mod direct, evaluarea gradului de integrare a acestui segment în raport cu piețele monetare și ale obligațiunilor este mai dificil de realizat.

În principiu, în cadrul unei piețe integrate în mod complet, se înregistrează numai *prețul factorilor comuni de risc*, în timp ce *diversele riscuri de țară nu implică prime corespunzătoare*. În practică, este greu de stabilit o graniță clară între impactul schimbării condițiilor economice fundamentale asupra rentabilităților bursiere și cel al modificărilor de la nivelul mecanismelor de stabilire a prețului. Analizăm în continuare principalii indicatori ai gradului de integrare a piețelor bursiere.

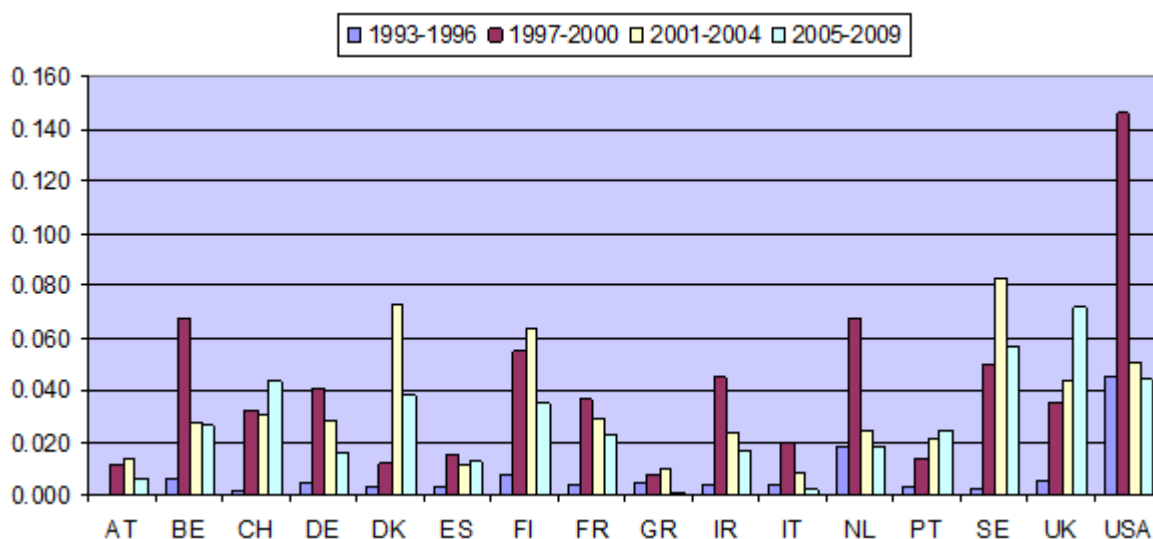
A. Finanțarea prin capital de risc (venture capital)

Capitalul de risc reprezintă o formă particulară de finanțare oferită în mod obișnuit de investitorii profesioniști companiilor tinere activând în domeniul de cercetare, pentru care îndeplinesc și rolul de consilieri sau chiar de manageri, având ca principal obiectiv lansarea de oferte publice inițiale sau participarea în cadrul unei tranzacții.

Capitalul de risc este mai adecvat procesului inovației tehnologice derulat în firmele de antreprenoriat decât în entitățile industriale mari, relaxând astfel constrângerile financiare determinate de eforturile companiilor inovatoare în general și al întreprinderilor mici și mijlocii în particular.

Graficul nr. 2 arată că importanța finanțării pe baza acestui tip de capital a crescut în ultimii ani la nivel european, astfel încât țări ale Eurozonei precum Finlanda prezintă nivele de investiții apropiate de cele ale statelor nemembre, de exemplu Danemarca, Suedia sau Marea Britanie, care le-au depășit în ultima perioadă pe cele înregistrate în Statele Unite, în termeni de finanțare de tipul „early-stage”.

Graficul nr. 2. Finanțarea de tip „venture capital” (% din PIB)



Sursa: elaborat de autor în baza datelor preluate de pe <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018817>, 2011

În multe țări europene, industria capitalului de risc se află încă într-un stadiu rudimentar, constrânsă de indisponibilitatea unor piețe de ieșire (cum ar fi burse de valori specializate destinate firmelor inovatoare noi), de taxe corporative mari, de persistența rigidităților de pe piața muncii care afectează forța de muncă străină superior calificată, precum și de restricțiile impuse investitorii instituționali care operează în cadrul unor piețe de capital riscante din anumite state.

B. Indicatori fundamentați pe prețuri

b1) Prețul informațiilor specifice unei anumite firme în cadrul pieței bursiere

Înainte de a analiza indicatorii integrării financiare, prezentăm o măsură a dezvoltării care este utilă în evaluarea eficienței cu care piața bursieră procesează informația disponibilă.

Producerea și diseminarea de informații exacte joacă un rol crucial în buna funcționare a sistemului financiar. La nivelul acestuia, un număr mare de fricțiuni sunt atribuite asimetriei informaționale dintre participanții pe piață.

De exemplu, raportarea publică realizată de firme, precisă și la timp, permite investitorilor luarea de decizii mai bine fundamentate și atenuază problemele de control dintre entitățile străine și managerii firmei, cu efecte de reducere a costului capitalului. Prin urmare, aspecte multiple ale turbulențelor financiare recente pot fi relaționate de probleme informaționale.

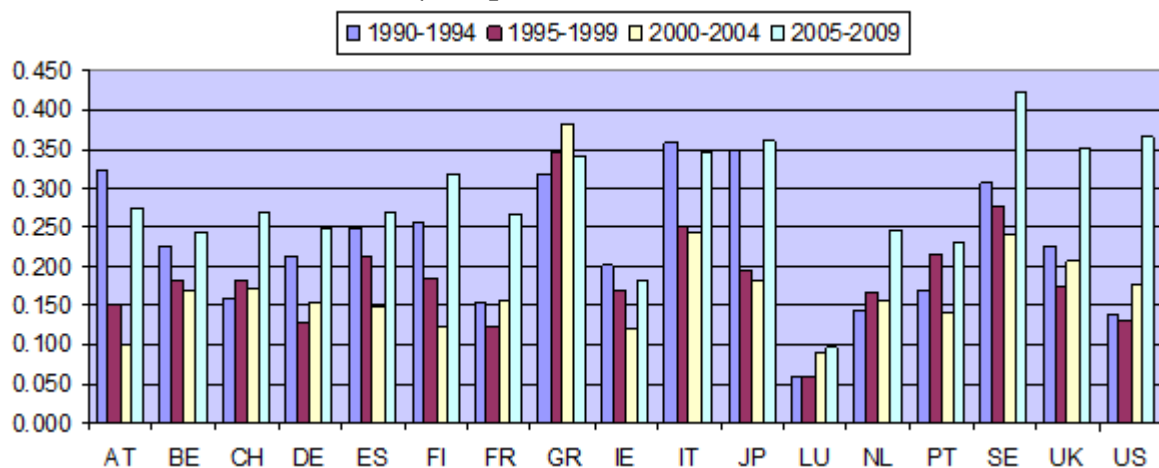
Deși gradul de asimetrie informațională depinde de o suită de factori, un indicator simplu al capacității pieței bursiere de procesare a informației este reprezentat de sincronicitatea rentabilităților titlurilor firmelor în cadrul acestei piețe.

În cazul în care cursurile acțiunilor sunt determinate într-o proporție mare de factorii de piață sau de cei globali, atunci ele tind să varieze împreună, ceea ce înseamnă că un flux informațional de dimensiuni *mici* specific firmei este încorporat în aceste prețuri.

Un grad ridicat de sincronicitate a randamentelor titlurilor în cadrul unei piețe semnifică un nivel scăzut de factori informaționali incluși în preț.

Graficul următor pune în evidență sincronia rentabilităților titlurilor în rândul țărilor Eurozonei și al celor considerate etalon. Indicatorul se obține pe baza varianței explicate a rentabilităților titlurilor atunci când realizăm o regresie a acestora considerând o gamă de factori globali și de piață.

Graficul nr. 3. Formarea prețurilor bursiere în funcție de informațiile specifice firmei (statistica R^2)



Sursa: elaborat de autor în baza datelor preluate de pe <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018817>, 2011

Coeficienții medii de determinare², R^2 , pentru fiecare țară, se obțin aplicând un model de regresie rentabilităților acțiunilor firmei în funcție de factorii de piață precum randamentele indicilor bursieri naționali, ai statelor zonei euro, ai Statelor Unite și ai țărilor în curs de dezvoltare.

Un nivel scăzut al valorii înregistrate de acești indicatori indică faptul că ratele de rentabilitate reflectă o pondere mare a informațiilor specifice organizației.

² Coeficientul de determinare, R^2 , exprimat procentual, arată cât din variația variabilei dependente este explicată de ecuația estimată.

Cifrele corespunzătoare zonei euro reprezintă medii ale coeficienților de determinare ajustate în funcție de capitalizarea de piață. Coloanele mai înalte reprezintă un nivel mai ridicat de sincronicitate a rentabilităților titlurilor, care la rândul său indică o pondere scăzută de fluxuri informaționale incluse în preț. Măsura în care piețele bursiere sunt eficiente informațional variază în rândul statelor Eurozonei și este în general comparabilă cu cea înregistrată în țările etalon.

Deși aceste piețe au devenit din ce în ce mai eficiente începând cu anii 1990, în ultima perioada eficiența încorporării datelor specifice firmei în cadrul prețului a mai scăzut.

b2) Variațiile statale și sectoriale filtrate ale ratelor de randament din cadrul Eurozonei;

În ceea ce privește instrumentele de măsurare a integrării pieței bursiere, un indicator de bază considerat are în vedere compararea *dispersiilor rentabilităților lunare ale titlurilor, la nivel de țară și de sector.*

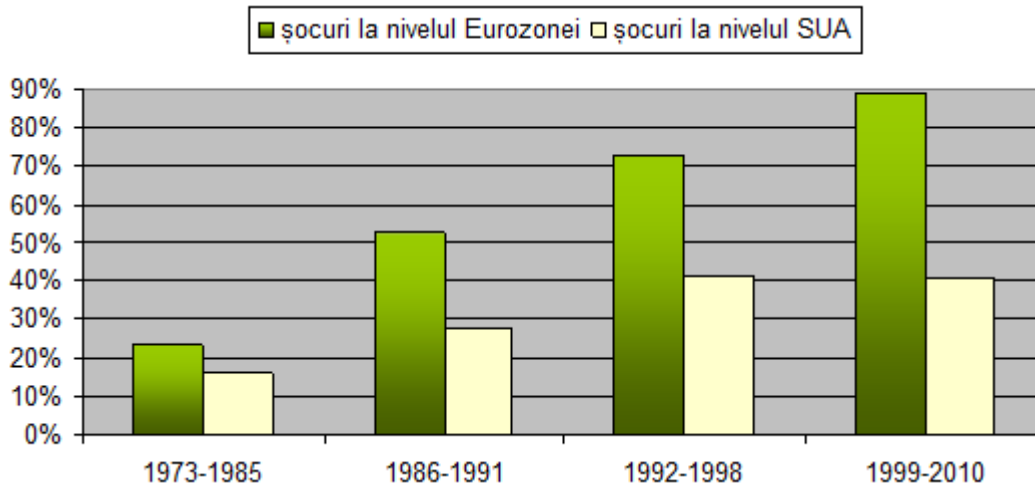
Dispersiile reflectă corelațiile existente și reprezintă un indicativ al diversificării oportunităților: cu cât acestea sunt mai mari, cu atât corelațiile sunt mai mici, rezultând prin urmare beneficii considerabile în termeni de reducere a riscului, din perspectiva unei diversificări strategice corespunzătoare. Începând din 2001, avantajele diversificării obținute prin intermediul unor investiții bursiere de sector au crescut în raport cu cele rezultate la nivel de țară.

Rezultatele sunt în acord cu schimbarea de paradigmă din industria managementului de active, de la o strategie de alocare a capitalului pe nivel de țară, la una de alocare pe nivel sectorial, care va determina în final reducerea gradului de *home bias*. Acest indicator reflectă modificările structurale manifestate în cadrul pieței bursiere agregate a zonei euro.

b3) Ponderea variației rentabilităților bursiere locale explicată de șocurile manifestate dinspre zona euro și Statele Unite;

Un indicator alternativ de integrare a pieței bursiere, bazat pe presupunerea că rentabilitățile titlurilor reacționează atât la *factori locali*, cât și la *elemente globale* măsoară ponderea volatilității titlurilor domestice totale care poate fi explicată pe seama factorilor locali și globali.

Graficul nr. 4. Ponderea varianței rentabilităților locale explicate de șocurile manifestate dinspre Eurozonă și Statele Unite (%)



Sursa: elaborat de autor în baza datelor preluate de pe <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018817>, 2011

Faptul că proporția varianței explicate de șocurile manifestate în zona euro a crescut substanțial în raport cu procentul atribuit șocurilor pieței americane sugerează că integrarea regională a Eurozonei a progresat mai rapid decât integrarea globală. Nivelul varianței explicate de elementele comune (aproape 38% pentru zona euro și 16% pentru Statele Unite), arată că șocurile locale sunt încă importante și au în continuare implicații accentuate.

Pentru a compara importanța șocurilor manifestate dinspre zona euro și Statele Unite asupra schimbărilor medii înregistrate la nivelul rentabilităților de țară, indicatorii de mai sus pun în evidență raporturile varianțelor, spre exemplu ponderea volatilității bursiere domestice explicată pe seama șocurilor Eurozonei, respectiv Statelor Unite.

Indicatorul astfel construit se calculează presupunând că varianța totală a rentabilităților specifice unei anumite țări este dată de următoarea formulă:

$$\sigma_{c,t}^2 = h_{c,t} + (\beta_t^{eu})^2 * \sigma_{eu,t}^2 + (\beta_t^{us})^2 * \sigma_{us,t}^2, \quad \text{unde:}$$

$h_{c,t}$ = varianța componentei „șocul local”³

Raportul varianței specifice zonei euro se calculează după cum urmează:

$$VR_{c,t}^{eu} = \frac{(\beta_t^{eu})^2 * \sigma_{eu,t}^2}{\sigma_{c,t}^2}$$

Relația apare în mod similar pentru Statele Unite. Varianțele condiționale sunt obținute pe baza unui model standard simetric GARCH (1,1). Pentru fiecare perioadă, indicatorii subliniază importanța relativă a factorilor specifici Eurozonei, alții decât fluctuațiile pieței

³ Baele et al., (2004), „Measuring Financial Integration in the Euro Area”, *European Central Bank Occasional Paper* No. 14, pp. 19-21;

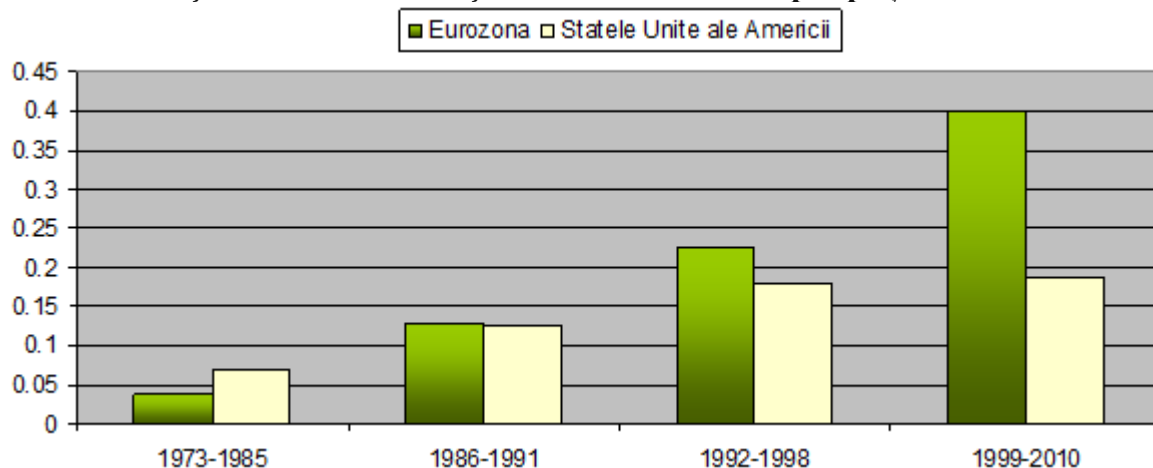
bursiere SUA, în cazul varianței indicilor bursieri aparținând statelor EZ în mod individual, precum și importanța relativă a fluctuațiilor manifestate pe piața bursieră SUA asupra variațiilor piețelor de profil din zona euro.

Datele utilizate au în vedere indicii globali de sector ai UEM și sunt calculate săptămânal, începând din ianuarie 1973 și până în prezent. Raportul varianței se construiește presupunând că șocurile locale sunt necorelate între state și în mod similar nu sunt corelate nici cu indicii etalon ai zonei euro și ai Statelor Unite.

b4). Intensitatea efectelor de spillover (angrenaj) din zona euro și Statele Unite

Argumente fundamentate pe prețuri ale unui efect al UEM asupra integrării financiare pot fi găsite într-o creștere semnificativă a *ponderii șocurilor la nivel de Eurozonă în raport cu cele manifestate la nivel global*, care explică volatilitatea prețurilor de pe euro-piața bursieră în perioada 1999-2008.

Graficul nr. 5. Intensitatea efectelor de angrenaj (spillover) ale șocurilor Eurozonei și ale Statelor Unite asupra pieței bursiere



Sursa: elaborat de autor în baza datelor preluate de pe <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018817>, 2011

Această evoluție sugerează că integrarea euro-pieței bursiere s-a produs mult mai rapid decât la nivel global, în mod special după introducerea monedei unice. Incidența UEM asupra comportamentului acestei piețe pare să fie mai puternică de partea investitorilor, implicând o reducere generală a gradului de *home bias* și o reorientare a strategiei investiționale a managerilor de active, în favoarea unei abordări orientate spre euro sau spre Uniunea Europeană.

Între 1997 și 2006, rezidenții Eurozonei aproape ca și-au dublat deținerile de titluri de capital emise în altă țară membră UEM, atingând 29%, în timp ce procentul de titluri deținute în afara UEM a rămas mult mai mic, crescând foarte puțin. Pe de altă parte, există mai puține

evidențe ale unui euro-impact din perspectiva emitenților, cu listări transfrontaliere încă relativ neobișnuite în cadrul UE.

C. Indicatori cantitativi

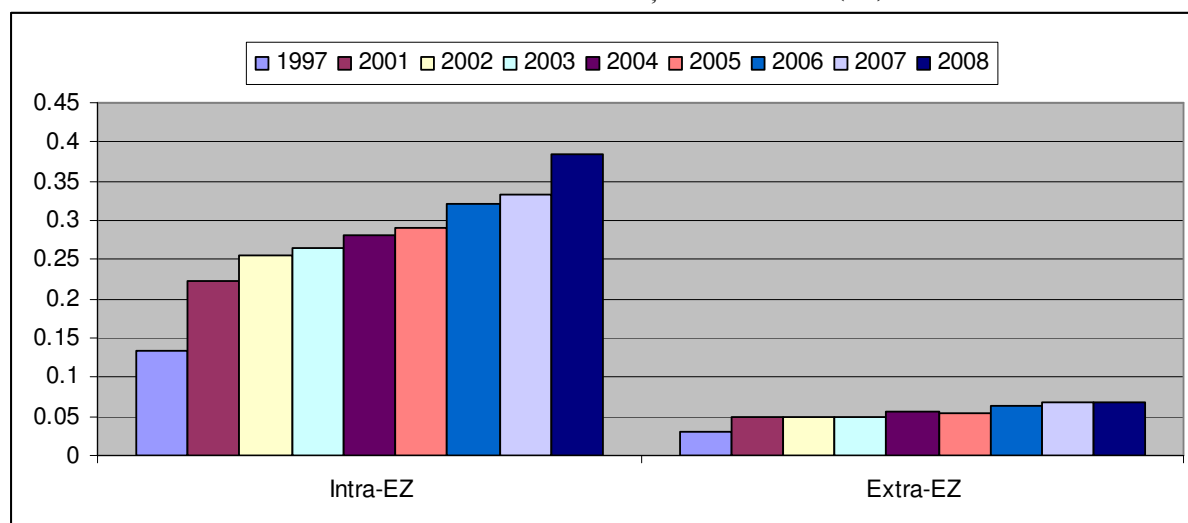
O strategie directă, complementară, de cuantificare a impactului integrării în cadrul piețelor bursiere este analizarea *alocărilor interstatale de active din cadrul portofoliilor investitorilor*.

În condițiile existenței unei piețe pe deplin integrate, aceștia nu manifestă nici o preferință privind deținerea de titluri naționale în defavoarea celor străine.

Dovezile scăderii gradului de *home bias* sunt deci relaționate de dispariția barierelor psihologice și fizice din cale investițiilor transfrontaliere, indicatorii cantitativi arătând de asemenea în direcția unui grad crescut de integrare a piețelor bursiere.

c1) Nivelul deținerilor străine de titluri emise de rezidenții din zona euro;

Graficul nr. 6. Ponderea deținerilor transfrontaliere de titluri emise de rezidenții zonei euro (%)



Sursa: elaborat de autor în baza datelor preluate de pe <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018817>, 2011

Între 1997 și 2007, rezidenții zonei euro și-au dublat deținerile de titluri emise de alte state ale acestui spațiu (ca procent din portofoliul total de acțiuni emise în propria țară și în alte state membre ale EZ), în timp ce ponderea deținerilor de titluri emise în alte state decât cele ale EZ are un nivel mult mai scăzut, cunoscând o creștere foarte slabă.

Definim noțiunea de *intra-EZ* drept ponderea de titluri emise de rezidenții zonei euro și deținute de alți rezidenți EZ (cu excepția băncilor centrale):

$$\frac{\sum_i \sum_{j \neq i} Outstock_{ij,t}}{\sum_i MKT_{i,j} + \sum_i TOutstock_{i,t} - \sum_i TInstock_{i,t}} \quad (10), \text{ unde:}$$

$$i, j \in \{\text{\u0163\u0103rile zonei euro}\}$$

$Outstock_{ij}$ = valoarea titlurilor emise de reziden\u0219ii \u0163\u0103rii EZ i \u015fi de\u0219inute de reziden\u0219ii \u0163\u0103rii EZ j , cu $j \neq i$;

MKT_i = capitalizarea de pia\u0219\u0103 \u00een statul i ;

$TOutstock_i$ = valoarea total\u0103 a titlurilor str\u0103ine de\u0219inute de \u0163\u0103ra i ;

$TInstock_i$ = pasivele totale str\u0103ine ale \u0163\u0103rii i .

Definim no\u0219iunea de *extra-EZ* drept ponderea titlurilor emise \u00een cadrul EZ de\u0219inute de nereziden\u0219ii zonei euro (cu excep\u0219ia b\u0103ncilor centrale). Consider\u0103m urm\u0103toarea specifica\u0219ie:

$$\frac{\sum_i \sum_r Outstock_{ir,t}}{\sum_r MKT_{r,t} + \sum_r TOutstock_{r,t} - \sum_r TInstock_{r,t}} \quad (11), \text{ unde:}$$

$$i \in \{\text{\u0163\u0103rile zonei euro}\}$$

$$j \in \{\text{comunitatea mondial\u0103}\}$$

$Outstock_{ir}$ = valoarea titlurilor emise de reziden\u0219ii \u0163\u0103rii EZ i \u015fi de\u0219inute de nereziden\u0219ii zonei euro r (comunitatea mondial\u0103);

MKT_r = capitalizarea de pia\u0219\u0103 \u00een \u0163\u0103ra r ;

$TOutstock_r$ = de\u0219inerile totale de titluri str\u0103ine ale \u0163\u0103rii r ;

$TInstock_r$ = pasivele totale str\u0103ine ale \u0163\u0103rii r .

Indicatorii astfel calcula\u0219i au o frecven\u0219a anual\u0103 \u015fi se bazeaz\u0103 pe Sondajul privind portofoliile de investi\u0219ii, coordonat de Fondul Monetar Interna\u0219ional, derulat de institu\u0219iile na\u0219ionale de statistic\u0103 \u00een mod anual.

c2) Analiz\u0103nd de\u0219inerile fondurilor de investi\u0219ii de titluri emise de c\u0103tre alte \u0163\u0103ri ale Eurozonei \u015fi de c\u0103tre comunitatea mondial\u0103, procentele corespunz\u0103toare au crescut de la 17% \u00een 1999 la 25% \u00een 2009⁴.

Sintetiz\u0103nd, din perspectiva indicatorilor cantitativi, gradul de integrare al pie\u0219elor bursiere europene este din ce \u00een ce mai ridicat.

Integrarea pie\u0219elor bursiere \u015fi a celor de obliga\u0219iuni se bazeaz\u0103 foarte mult pe gradul de integrare a infrastructurilor suport, \u00een mod special a sistemelor de decontarea a titlurilor \u015fi a contrapartidelor na\u0219ionale. Platformele de decontare a titlurilor de capital din \u0163\u0103rile zonei euro sunt mai pu\u0219in integrate dec\u0103t infrastructurile de decontare a obliga\u0219iunilor, \u00een parte din

⁴ ***European Central Bank, "Financial integration in Europe", 2010, pag. 56

cauza barierelor calitative precum diferențele dintre ciclurile de decontare sau manipularea taxării corporative, aspecte care continuă să împiedice progresul integrării acestora.

În 2008, la nivel de Eurozonă existau 21 de entități legale operând un depozitar central al titlurilor de valoare. Deși era același număr ca în 1998, nu trebuie pierdut din vedere faptul că în această perioadă zona euro a cunoscut un proces de extindere. Spre exemplu, Cipru și Malta, alături de depozitarii lor centrali s-au alăturat în 2008 acestui spațiu; în același an, VP Lux (entitate afiliată depozitarului central olandez) a fost stabilită în Luxemburg, în timp ce sistemul irlandez de decontare pentru Trezoreria de stat NTMA și-a încetat operațiunile.

Integrarea sistemelor de decontare ale titlurilor financiare poate lua forme diferite. De exemplu, în 2008, opt depozitari centrali europeni au lansat inițiativa de a stabili o *infrastructură comună* permițând realizarea mult mai facilă a conexiunilor din cadrul acestei piețe.

O altă formă de integrare este reprezentată *de consolidare*. Un tip aparte de astfel de activitate derulată între sistemele de decontare și compensare vizează în mod formal operațiunile de fuziuni, în sensul că entitățile implicate continuă să opereze și să deservească propriile piețe pe baza unor platforme tehnice diferite.

În același timp au fost lansate un număr de inițiative orientate spre integrarea tehnică a proceselor de compensare și decontare ale diferiților furnizori. Cea mai semnificativă dintre acestea este crearea de către Eurosistem a platformei de decontare a titlurilor pan-europene, T2S.

Progresul integrării/consolidării a fost împiedicat de existența unor modele de competiție, incluzând legăturile multilaterale ale depozitarilor naționali centrali pentru instrumentele financiare, integrarea orizontală a operatorilor de compensare și decontare, alături de integrarea verticală a operatorilor de tranzacționare, compensare și decontare.

Cel mai semnificativ exemplu de *consolidare verticală* este reprezentat de Deutsche Borse și Clearstream Frankfurt, în timp ce Euroclear este cel mai important model de *integrare/consolidare orizontală*. Aceasta din urma constituie cea mai mare societate care oferă servicii de compensare și decontare la nivel național (*include depozitarii centrali din Franța-Euroclear France (ex SICOVAM), Olanda-Euroclear Nederland (ex Necigef), Belgia-Euroclear Belgium, Marea Britanie și Irlanda-Euroclear UK&Ireland, Finlanda-Euroclear Finland și Suedia-Euroclear Sweden*) și internațional.

În 2006, Comisia Europeană a promovat o inițiativă de autoreglementare, și anume *Codul de conduită privind procesele de compensare și decontare*, în scopul stimulării interoperabilității dintre diferiții furnizori de platforme de tranzacționare și post-

tranzacționare. Integrarea a fost facilitată de implementarea de legături între numeroșii furnizori de servicii, astfel încât au fost solicitate multe conexiuni noi. În prezent, acest proces de relaționare a diverselor entități întâmpină anumite obstacole, inclusiv de natură reglementativă.

Analizând piețele bursiere ale noilor state membre (inclusiv Cipru, Malta și Slovenia) se remarcă dezvoltarea *pe două direcții diferite*. Republica Cehă a adoptat scheme de privatizare în masă, în timp ce Estonia, Ungaria, Letonia, Polonia și Slovenia au stabilit inițial un cadru legal pentru operațiunile de tranzacționare, procedând apoi la listarea întreprinderilor. A doua abordare este cea mai avantajoasă din punct de vedere al rezultatelor, prima având ca finalitate o pierdere de încredere cauzată de de-listarea companiilor necompetitive⁵. Cele mai mari piețe bursiere sunt cele din Polonia, Republica Cehă și Ungaria. Sensibilitatea rentabilităților piețelor naționale în fața unui factor comun specific Eurozonei a crescut în mod considerabil după data de accesare (mai 2004).

Informația cu privire la componența deținătorilor de portofoliu devine accesibilă și poate fi utilizată ca o dovadă suplimentară a transparenței informaționale și a consolidării procesului de integrare financiară a bursei de valori europene. Studii numeroase analizează valoarea acțiunilor aflate în proprietatea persoanelor fizice în majoritatea statelor membre ale UE. Concluzia acestor cercetări o constituie majorarea numărului de persoane fizice deținătoare de titluri de capital, deși ponderea participării acestora în fiecare stat diferă în funcție de vârstă, educație, venituri și avere. Această stare de fapt se poate interpreta prin aceea că euro-investitorii în acțiunile europene sunt influențați de diferența costurilor de participare, ceea ce, de fapt, constituie un impediment al integrării complete.

Introducerea monedei unice a exercitat influență și asupra structurii dinamice a profiturilor de pe piața de capital⁶. Adoptarea euro a crescut rolul unui factor global în determinarea profiturilor de pe piețele europene de capital, iar volatilitatea elementelor specifice unei țări în ceea ce privește rezultatele obținute s-a redus.

Similar, reacția indicilor pieței naționale de capital în fața șocurilor domestice (surprize electorale, dezastre) s-a diminuat în statele care fac parte din Eurozonă.

Explicația poate fi pusă pe seama eliminării unei surse istorice a volatilității profiturilor-și anume, *inovațiile monetare specifice unei anumite țări și a capacității de absorbție* a unei baze investiționale internaționale care se confruntă cu șocuri idiosincratice.

⁵ Caviglia, G., Krause, G., Thimann, C., "Key Features of the Financial Sectors in EU Accession Countries, Financial Sectors in EU Accession Countries", *European Central Bank*, 2002, pag.12

⁶ Hanhardt, A., Ansotegui, C., „Measuring european stock market integration via a stochastic discount factor approach”, *ESADE Business School*, Spain, 2009, pag. 4;

Concluzii

Impactul introducerii monedei unice asupra procesului de integrare a pieței bursiere a fost unul mai puțin pronunțat decât în cazul altor segmente de piață.

Această incidență redusă reflectă de fapt *importanța obstacolelor-altele decât cele legate de riscul valutar*, pentru tranzacționarea transfrontalieră a titlurilor de capital, urmare a unei eterogenități mai mari și a faptului că sunt emise sub diferite reglementări naționale. Aceste impedimente sunt și mai evidente în cazul serviciilor post-tranzacționare.

Fără îndoială, pot fi identificate anumite elemente care facilitează integrarea acestor piețe, cum ar fi creșterea participării în cadrul acestora de la mijlocul anilor 90, o realocarea a investițiilor spre acestea datorită scăderii ratelor de dobândă, o serie de directive europene care elimină barierele din calea investițiilor internaționale de capital, creșterea fondurilor de investiții care oferă oportunități sporite de diversificare a portofoliului, toate relaționate de introducerea monedei euro.

Bibliografie

1. Adam, K., Japelli, T., Menichini, A., Padula, M., Pagano, M., „Analyse, compare and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union”, *European Commission*, Bruxelles, 2002
2. Ayuso, J., Blanco, R., „Has financial market integration increased during the 1990s?”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 11, 2001
3. Baele et al., „Measuring Financial Integration in the Euro Area”, *European Central Bank Occasional Paper* No. 14, 2004
4. Baele, L., Pungulescu, C., Ter Horst, J., “Model uncertainty, financial market integration and the home bias puzzle”, *Journal of International Money and Finance*, 2007
5. Bekaert, G., C.R. Harvey, „Time-Varying World Market Integration”, *Journal of Finance*, Vol.1, No.2, 1995
6. Caviglia, G., Krause, G., Thimann, C., “Key Features of the Financial Sectors in EU Accession Countries, Financial Sectors in EU Accession Countries”, *European Central Bank*, 2002
7. De Santis, G., B. Gerard, “International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk”, *Journal of Finance*, No. 52, 1997
8. Fratzscher, M., “Financial market integration in Europe: the effects of EMU on stock market integration”, *International Journal of Finance and Economics*, 2002
9. Hanhardt, A., Ansotegui, C., „Measuring european stock market integration via a stochastic discount factor approach”, *ESADE Business School*, Spain, 2009
10. Hardouvelis, G., Malliaropoulos, D., „EMU and European Stock Market Integration”, *CEPR Discussion Papers* No. 2124, 1999

11. Stulz, R.M., „Globalization of Equity Markets and the cost of Capital”, *NBER Working Papers* 7021, 1999
12. ***European Central Bank, “Financial integration in Europe”, 2010
13. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
14. <http://sdw.ecb.europa.eu>