

Working Papers Pracovní texty

Working Paper No. 5/2004

Integrace akciových trhů rozšířené Evropy

Helena Horská

Working paper No. 5

Integrace akciových trhů rozšířené Evropy¹

Helena Horská²

¹ Text vznikl za finanční podpory GA ČR 402/02/1290.

² analytik Raiffeisenbank a. s. (helena.horska@rb.cz)

Abstract

This paper tests the degree of integration of equity markets in ten new EU members. The method of the integration analysis had to be restricted to direct and indirect price-based measures because of a lack of particular data or insufficient length of the time series. According to price-based measures, the equity markets of ten new EU members remain at the early stage of the market integration. Nevertheless, during the last couple of years the development of these equity markets has more closely followed the European counterparts. The ongoing process of economic and market integration is, however, expected to strengthen the link between the “new EU equity markets” and the “old” ones as it happened at the time of euro adoption among EMU countries.

JEL Classification: E44, G11, G12, G14

Keywords: European Integration, Equity Market, Portfolio Diversification

Úvod

Akciové trhy v EMU procházejí procesem integrace, který podle nesčetného množství studií není až tak hladký, jak by se dalo teoreticky očekávat. Tato integrace navíc probíhá minimálně ve dvou vlnách. První zahrnuje původní členské země EU, z nichž valná většina přijala společnou měnu euro, a druhou tvoří desítka nových členů EU. O integraci finančních trhů eurozóny již bylo sepsáno mnoho zajímavých studií. Jejich podrobný přehled lze najít například ve studii Baeleho a kolektivu (2004). Druhá vlna integrace zatím stojí v pozadí zájmu výzkumu a k prvním vlnám patří například studie Baeleho (2003).

Metody výzkumu stupně integrace jsou založeny na teorii ale i empirii ekonomické integrace. Tyto metody jsou proto přenosné a lze je v rámci možností limitovaných především datovou základnou aplikovat i na nové členské země EU. Literatura, ze které lze při analýze integrace vycházet, se pomyslně dělí do dvou základních proudů. První z nich používá k identifikaci stupně integrace trhu cenový test, test platnosti zákona jedné ceny. Autoři jako Stulz a Karolyi (2001) nebo Hardouvelis a kolektiv (2002a) zkoumali na základě konkrétních metod oceňování akcií význam domácích versus globálních nebo celoevropských rizikových faktorů pro vývoj evropských akcií. Druhý proud se zaměřuje na sekundární projevy integrace trhu. Podle Bekaerta a Harveye (1997) poměr změn lokálních akciových indexů, které lze přisoudit společné informaci, roste se stupněm integrace. Čím více je trh integrován, tím větší část variability změn akciových indexů lze vysvětlit jednou společnou informací relevantní pro všechny trhy. Jiné studie, například Griffin a Karolyi (1998), zase zkoumaly význam národních versus globálních sektorových vlivů na vývoj akciových trhů. Zatímco studie z konce devadesátých let nacházely pouze slabý vliv globálních sektorových faktorů, mladší práce Baca a kolektivu (2000) nebo Ferreira a Gamy (2002) naznačily růst relativního významu globálních sektorových faktorů v neprospěch národních. Výzkum integrace trhu se ale neorientoval jen na cenové ukazatele. Někteří autoři, jako například Adam a kolektiv (2002), se zaměřili na kvantitativní ukazatele sledující vývoj struktury finančních investic v EMU.

Tato studie se snaží přenést výše zmíněné standardní metody zkoumání stupně integrace akciových trhů do prostředí nových členských zemí EU s cílem testovat prostřednictvím přímých a nepřímých cenových ukazatelů stupeň integrace akciových trhů nových členských zemí. Vzhledem ke krátké době, která nás dělí od vstupu těchto zemí do EU, a dlouhém procesu přistupování ke společné měně euro, lze výsledky této analýzy považovat jen za indikativní. Nicméně mohou naznačit směr vývoje, kterým se integrace ubírá a v kombinaci se znalostí vývoje u starších členů EU je možné vyvozovat obecné závěry o budoucích integračních tendencích akciových trhů nových členských zemí.

Text je rozdělen do tří základních částí. První pojednává o základních teoretických východiscích a metodách měření stupně integrace trhu. Druhá, stěžejní část kromě stručného popisu datové základy se do hloubky zabývá výsledky cenových a kvantitativních testů stupně integrace trhu. Poslední část předkládá zásadní výsledky studie doprovázené jejich stručnou analýzou.

1. Teorie

Integrace finančních trhů vytváří prostředí, ve kterém je jakýkoliv ekonomický subjekt je vystaven rovným podmínkám, stejným pravidlům obchodování a je mu umožněn volný přístup na trh. V takovém prostředí platí podle ekonomické teorie zákon jediné ceny. Ten říká, že cena dvou finančních aktiv by měla být stejná pokud toky příjmů a rizikový profil jsou totožné. V případě nedokonalé integrace nelze rozdíl v cenách finančních aktiv vysvětlit odlišným výnosem očištěným o riziko. Jinými slovy, konvergence cen aktiv mezi zeměmi je jasnou známkou integrace finančních trhů. Zcela integrované finanční trhy neznevýhodňují nebo nebrání žádnému tržnímu subjektu ve vstupu ani výstupu z trhu. Pro všechny platí stejné podmínky, pravidla bez ohledu na jejich národní původ. Finanční integrace ale nutně neznamená „dokonalý“, hladce fungující trh bez překážek. Vyskytující se překážkám musí ale čelit všichni účastníci trhu, alespoň potenciálně. Integrace finančních trhů nemusí také nutně vést k úplnému sblížení finančních struktur v různých zemích, protože se finanční struktury vyvíjely po dlouhá léta a odrážejí často historické tradice dané země.

Finanční integrace je projevem technologických nebo tržních či institucionálních inovací, popřípadě jejich kombinací. Technologický pokrok a inovace pomáhají překonávat fyzickou vzdálenost mezi trhy, čímž usnadňují přístup na nové trhy. Sílicí konkurence a samotný konkurenční trh podněcuje úsilí tržních subjektů o maximální využití výhod integrovaného trhu. Poslední, avšak nejvýznamnější hnací sílu integrace na evropském kontinentu představují vládní instituce a instituce Evropské unie usilující o odstranění právních bariér mezinárodnímu toku kapitálu.

Významný krok k integraci finančních trhů učinila na jaře 1999 Evropská komise, která spustila tzv. akční plán v oblasti finančních služeb (Financial Services Action Plan, FSAP), jehož implementace byla naplánována do roku 2005. Tento plán má tři základní strategické cíle: 1) jednotný evropský trh pro finanční služby velkým klientům, 2) otevřený a stabilní trh pro drobné klienty a 3) nejmodernější pravidla obezřetnosti a bankovního dozoru. Za tímto účelem komise navrhla téměř pět desítek legislativních opatření ve prospěch zvýšení objemu kapitálu celoevropského charakteru, společný legislativní rámec pro integrované trhy cenných papírů a derivátových produktů, jednotný seznam finančních výkazů, které musí veřejnosti předkládat firmy, jejichž akcie se obchodují na veřejném akciovém trhu, opatření proti systematickému riziku vypořádání obchodu na finančních

tržích. Úkolem také bylo zajistit transparentní rozvoj přeshraniční restrukturalizace firem, zapracovat na jednotném trhu pro investory, odstranit rozdíly v cenách a v ochraně spotřebitele mezi státy EU, sladit pravidla regulace trhu, apod. Ačkoliv většina (téměř 90%) navržených opatření byla již na půdě evropských institucí schválena, mnoho z nich nebylo ale členskými státy ještě plně přeneseno do národní legislativy. Zpoždění v implementaci těchto opatření představuje pro evropské státy ušlou příležitost, neboť státy se tím připravují o potenciál, který jim integrovaný finanční trh nabízí.

Výhody, které integrace finančních trhů přináší, mají co dočinění jednak s rozšířením a prohloubením trhů a jednak se silnější konkurencí¹ a konvergencí finančních struktur. Zaprvé, širší nabídka finančních instrumentů a zvýšení potenciálního objemu úvěrů a vkladů usnadní přístup firem a domácností ke kapitálu, sníží náklady na jeho získání, zjednoduší přístup k volným finančním prostředkům a uvolní úvěrová omezení.² To vše by se mělo pozitivně projevit v investiční aktivitě, potažmo ve spotřebě ale i úsporách. Na otázku, zda-li integrace finančních trhů mobilizuje tvorbu úspor domácností nebo naopak spotřebu na úkor úspor nebo popřípadě ve prospěch dluhového financování, nelze dát zatím jednoznačnou odpověď. Finanční chování domácností je ovlivněno širokou škálou vnějších i vnitřních faktorů a jen těžko lze identifikovat dopad pouze jednoho z nich. Nicméně lze alespoň počítat s růstem významu tzv. efektu bohatství pro spotřebu, kdy zvyšování cen aktiv u domácností vyvolává pocit růstu bohatství a domácnosti v reakci na to zvyšují své spotřebitelské výdaje. Integrace finančního trhu rozšířením možností rozložení rizika mezi neidenticky se vyvíjející ekonomiky usnadňuje také rozložit riziko finančního portfolia nejen finančním institucím, ale i samotným firmám a domácnostem. Portfolio se tak stává méně citlivým na specificky lokální výkyvy a získává na stabilitě. Tento závěr lze zobecnit na úroveň celého finančního trhu, ekonomiky, neboť vhodná diversifikace aktiv a pasiv finančního sektoru snižuje náchylnost sektoru na domácí asymetrické šoky a přispívá ke stabilizaci sektoru a zprostředkovaně i celé ekonomiky. Přeshraniční diversifikace portfolia aktiv by mohla teoreticky zmírnit dopady asymetrických šoků. Integrace finančních trhů by v konečném důsledku měla vlastně přispět k přiblížení cyklického vývoje evropských ekonomik a usnadnit řízení měnové politiky v zatím nezcela integrovaném hospodářském celku, jakým je EMU.

¹ Silná konkurence může, ale nutně nemusí, ve svém důsledku zintenzivnit konsolidaci sektoru natolik, že konkurence naopak zeslábně.

² Uvolnění bariér vstupu na doposud regulovaný a státem dotovaný finanční sektor nemusí vést k poklesu nákladů na kapitál, ale naopak k růstu, jak tomu bylo v případě úvěrů poskytovaných německými spořitelny vlastněnými a implicitně dotovanými státem. Nicméně německá ekonomika má šanci těžit z prohloubení finančních trhů, zvýšení jejich efektivnosti a otevření se konkurenci.

Zadruhé, sílí konkurence a konvergence finančních struktur pomáhá zvýšit efektivnost celého finančního systému. Tlak na snížení nákladů finančního zprostředkování a efektivnější alokace kapitálu by velmi pravděpodobně přispěla k růstu ekonomiky. Například podle odhadu Hardouvelis a kolektivu (2002a, 2002b), integrace akciového trhu může snížit náklady na kapitál o 0,5 – 3 procenta v závislosti na sektoru. Vezmou-li se do úvahy i další pozitivní faktory integrace všech finančních trhů, nejen akciového, roční růst ekonomiky se podle různých odhadů může zvýšit o čtvrt až jeden procentní bod.³ Vyšší efektivnost finančního trhu by měla také přispět k hladké a účinné transmisi změn měnověpolitických nástrojů do ekonomiky.

Určit v jaké fázi, stupni integrace se finanční, v našem případě akciový trh, nachází může pomoci zákon jediné ceny. Základním kritériem hodnocení stupně integrace trhu je míra divergence nebo naopak shody mezi cenami totožných aktiv. Tato metoda je sice přímá, ale skrývá mnohá úskalí. Rozdíl mezi cenami totožných finančních aktiv nemusí hned implikovat nízkou integritu trhů ale odlišný rizikový profil těchto aktiv. Výsledek očištění ceny akcie od rizikové prémie je navíc velmi citlivý na zvoleném modelu oceňování. Z důvodu modelové nestability těchto přímých cenových testů se analýza stupně integrace posunula k alternativním testům vycházejícím z nepřímých souvislostí a dopadů integrace akciových trhů. To umožnilo rozšířit spektrum indikátorů stupně integrace trhu o kvantitativní ukazatele. Jako tzv. nepřímé cenové indikátory jsou používány testy závislosti variability akciových indexů na jedné společné proměnné, kterou může představovat nová relevantní informace, nebo panelová regrese akciového indexu jako závislé proměnné na lokálních a sektorových faktorech nebo-li rozklad variability cenového indexu na lokální a sektorovou složku. Tento přístup však vyžaduje sofistikovanější ekonometrické zázemí a delší ustálenou časovou řadu relevantních údajů. Třetí, poslední skupina indikátorů stupně integrace trhu je náročná na datové zdroje. Jedná se o kvantitativní ukazatele integrace trhů, které se pokouší kvantifikovat změnu v chování investorů, kteří by na integrovaném trhu neměli bez objektivních důvodů upřednostňovat domácí investice před zahraničními. Mezi nejzákladnější indikátory tohoto druhu patří změna struktury investičního portfolia institucionálního investora ve prospěch mezinárodních investičních titulů.

2. Empirie

2.1. Data

Následující analýza stupně vzájemné integrace akciových trhů tzv. nových členských zemí EU a jejich integrace s trhy původní EU-15 vychází z měsíčních hodnot (údaje ke konci měsíce) hlavních akciových indexů deseti nových členských zemí EU a MSCI indexu

³ Evropská komise (2002), Giannetti a kol. (2002)

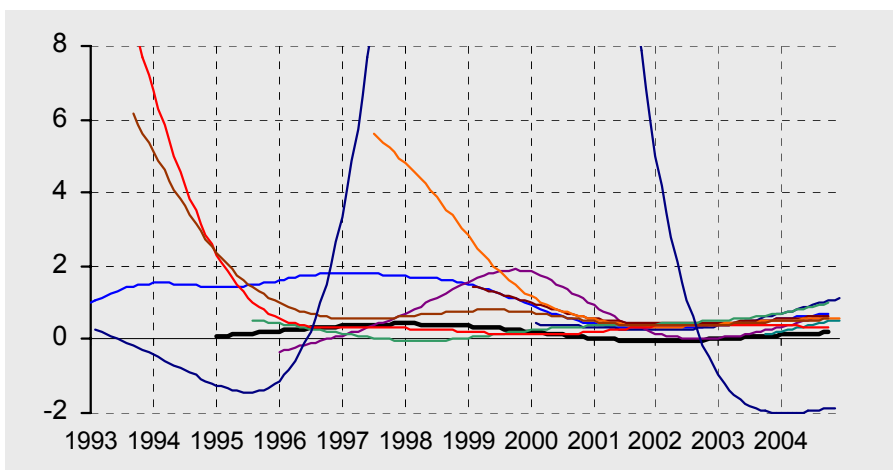
pro Evropskou unii⁴. Hodnoty všech indexů byly přepočítány tržním kurzem do eura a jejich výnosnost byla počítána jako meziroční změna hodnoty indexu v euru. Dostupnost časových řad výše uvedených indexů významně limitoval délku analyzovaného období. Zatímco Budapešťský index je dostupný od prosince 1990 a Varšavský od dubna 1991, Lotyšský index začíná zářím 2002. Vedle národních indexů byly použity v rámci velmi omezené dostupnosti i národní sektorové indexy pražské a varšavské burzy cenných papírů a oborové indexy Dow Jones STOXX Europe.

2.2. Cenové ukazatele

Zkoumání stupně integrace finančních trhů nových členských zemí zahájily přímé cenové testy, konkrétně vyhlazený trend meziročních změn hodnot národních akciových indexů nových členských zemí a MSCI indexu pro Evropskou unii. Jak Obrázek 1 ukazuje, počátek 21. století koresponduje s obdobím zřetelného sblížení trendu vývoje národních akciových indexů (s výjimkou velmi volatilního Kyperského indexu). Očekávaný vstup do EU a cílené směřování těchto ekonomik do EMU nastartoval proces konvergence tamních akciových trhů. Konvergence akciových titulů mezi „původními“ členy EU, která předcházela zavedení jednotné měny euro, poskytla obchodníkům příhodný „vzor chování“ akciových trhů v přistupujících ekonomikách. Kromě „technického“ pohledu na vývoj akciových titulů svoji roli ve sblížování vývoje trhů sehrál i pomalu probíhající proces nominální a reálné konvergence, propojování ekonomik prostřednictvím přímých zahraničních investic popřípadě privatizace státních podílů a sladující se hospodářský cyklus.

Obrázek 1 Trend vývoje akciových indexů nových členských zemí

⁴ V tomto indexu má své zastoupení akciový trh Rakouska, Belgie, České republiky, Dánska, Finska, Francie, SRN, Řecka, Maďarska, Irska, Itálie, Nizozemí, Polska, Portugalska, Španělska, Švédsko, Spojeného Království. Údaje jsou očištěny o dividendy. Převzato od finanční společnosti Morgan Stanley. Zdroj: EcoWin.



Zdroj: Meziroční změny vyhlazené Hodrick- Prescottovým filtrem. Vlastní výpočty na základě údajů EcoWin, listopad 2004.

Druhý přímý cenový test je postaven na korelaci národních a sektorových akciových indexů. Zkoumané období je rozděleno na dvě části – do konce roku 2003 a od začátku roku 2004 do současnosti. Začátek roku 2004 byl zvolen jako začátek období, kdy investoři začaly vnímat akciové trhy tehdy ještě přistupujících členských zemí jako trhy „evropské“. Bohužel tento okamžik není příliš vzdálen současnosti, tudíž vypovídací schopnost následující korelační analýzy bude do určité míry omezená. Z Tabulky 1 je na první pohled zřejmé, že v mnohých případech jako například u řížského indexu RIGSE, talinského TALSE a lublaňského SBI ještě před vstupem do EU existovala silná vazba k evropským akciovým indexům zde reprezentovaných indexem MSCI. Silné vazby v „předintegračním“ období lze najít také mezi samotnými národními indexy. Tyto vztahy se těsně před a po vstupu zemí do EU v některých případech prohloubily. Výrazněji se sladil například vývoj akciových indexů tzv. Visegrádské čtyřky, což souhlasí s výsledky předchozí studie (Horská, 2004). V opačném směru se naopak vyvíjel pobaltský region. Ve velmi krátkém integračním období se zatím tedy neprojevily jednoznačné tendence k prohlubování závislosti vývoje národních indexů na vývoji evropských protějšků. Z tak krátkého období ale nelze vyvozovat silné závěry, neboť výsledky mohou být silně ovlivněny přechodnými, jednorázovými vlivy a nemusí tudíž odrážet střednědobé a dlouhodobé tendence. Pro investory, portfolio manažery apod. je však i tento výsledek podnětný, neboť jinými slovy říká, že prostor pro geografickou diversifikaci portfolia v rámci rozšířené EU zůstal i nadále široký alespoň v krátkodobém horizontu. Proces sblížování vývoje akciových trhů eurozóny, jak naznačily mnohé studie⁵, zúžil manévrovací prostor pro geografickou diversifikaci investičního portfolia v „euro prostoru“ a zároveň tím zvýšil atraktivnost národních akciových indexů stojících prozatím mimo tuto zónu. Prohlubování procesu hospodářské integrace nových členských zemí EU

⁵ Baele a kolektiv (2004) nebo Horská (2004).

s členy EMU povede velmi pravděpodobně k vyššímu stupni integrace stejně jako mezi současnými členy eurozóny. Tuto hypotézu potvrzuje i jiný, konkrétně sektorový pohled na integraci evropských trhů. Podle hrubých odhadů⁶ korelace sektorových indexů nových a původních členů EU se v průběhu tzv. integračního období až na výjimky (viz obchod a informační technologie) zvýšila.⁷ Nejsilněji se korelace projevuje v bankovním sektoru nebo telekomunikacích, což vzhledem k vlastnickému propojení lokálních bank a telekomunikačních operátorů se zahraničními subjekty je logické. Očekávaná integrace akciových trhů v rámci rozšířené EU se neopírá jen o zkušenosti z vývoje ve „staré“ EU, ale, což je důležité, je založena na skutečném procesu sblížování vývoje akciových titulů v rámci rozšířené EU. Proces integrace by tudíž neměl být jen projevem sebenaplňujícího se očekávání, ale reálný proces založený na fundamentálních faktorech. Jinými slovy lze očekávat, že se vývoj akciových titulů většiny sektorů bude dále postupem času sblížovat a že prostřednictvím této integrace „zdola“ se významně sblíží i národní akciové indexy. Přesto na této „dolní“ úrovni integrace budou přetrvávat rozdíly, neboť výše uvedené se týká liberalizovaných oborů s volným vstupem kapitálu, zatímco v regulovaných sektorech jako farmacie nebo energetika budou významnou roli v tvorbě cen akcií hrát stále ještě jedinečné domácí faktory a to do té doby, než bude příslušný trh otevřen konkurenci ze zemí EU a státní zásahy se omezí na minimum.

Tabulka 1 Korelační matice akciových indexů – předintegrační období

93:01 03:12	MSCI	BUX	CYFT	MSE	TE	PXD	RIGSE	SAX	SBI	TALSE	WIG
MSCI	1,00	-0,87	0,37	-0,09	-0,43	-0,31	0,98	-0,82	0,73	0,89	-0,22
BUX		1,00	-0,78	-0,41	0,82	0,74	-0,95	0,99	-0,30	-1,00	-0,29
CYFT			1,00	0,89	-1,00	-1,00	0,53	-0,84	-0,37	0,75	0,83
MSE				1,00	-0,86	-0,92	0,10	-0,50	-0,75	0,37	0,99
TE					1,00	0,99	-0,59	0,87	0,30	-0,79	-0,79
PXD						1,00	-0,48	0,80	0,42	-0,71	-0,86
RIGSE							1,00	-0,91	0,59	0,96	-0,03
SAX								1,00	-0,20	-0,99	-0,39
SBI									1,00	0,34	-0,83
TALSE										1,00	0,25
WIG											1,00

Tabulka 2 Korelační matice akciových indexů – konvergenční období

⁶ Zde prezentované výsledky korelační analýzy se mohou zatím opřít jen o velmi úzké spektrum sektorových indexů. V databázi EcoWinu jsou ze skupiny nových členských zemí EU k dispozici jen sektorové indexy pražské a varšavské burzy. Navíc vypovídací schopnost sektorových indexů pražské burzy, jak je dobře známo, je velmi omezená a to nízkým počtem titulů a jejich nízkou likviditou.

⁷ Výsledky korelační analýzy sektorových indexů jsou uvedeny v Příloze 1-7.

04:01 04:11	MSCI	BUX	CYFT	MSE	TE	PXD	RIGSE	SAX	SBI	TALSE	WIG
MSCI	1,00	0,14	0,16	-0,12	-0,47	0,69	-0,47	0,21	0,29	-0,30	0,74
BUX		1,00	-0,10	-0,57	-0,59	0,68	-0,07	0,25	0,32	-0,61	0,52
CYFT			1,00	0,09	-0,25	0,25	-0,12	-0,40	0,20	-0,47	0,14
MSE				1,00	0,24	-0,54	0,57	-0,43	0,16	0,61	-0,08
TE					1,00	-0,70	0,00	0,00	-0,32	0,70	-0,67
PXD						1,00	-0,42	0,14	0,33	-0,69	0,67
RIGSE							1,00	-0,43	0,45	0,42	-0,16
SAX								1,00	-0,42	-0,34	-0,01
SBI									1,00	0,05	0,46
TALSE										1,00	-0,36
WIG											1,00

Poznámka: Výnos akciového indexu vypočítán z měsíčních hodnot národních indexů jako jejich meziroční změna. Všechny indexy byly přepočítány tržním kurzem do EUR. „MSCI“ reprezentuje akciový index složený ze 17 evropských indexů včetně ČR, Polska a Maďarska, „BUX“ označuje budapeštský, „CYFT“ kyperský, „MSE“ maltský, „TE“ vilniuský, „PXD“ pražský, „RIGSE“ řížský, „SAX“ bratislavský, „SBI“ lublaňský, „TALSE“ talinský a „WIG“ varšavský akciový index.

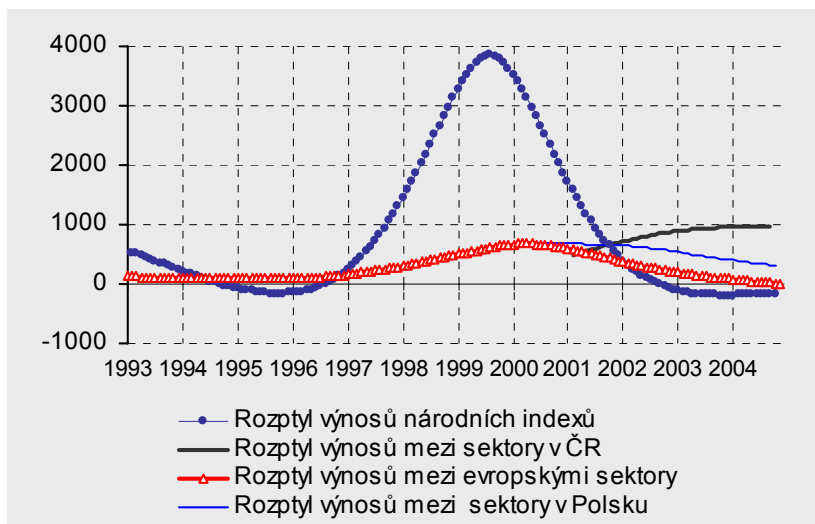
Zdroj: EcoWin, listopad 2004.

Na hranici mezi přímými a nepřímými cenovými indikátory se nachází testy rozptylů národních a sektorových indexů. Jejich výhodou oproti korelační analýze je schopnost postihnout vývoj v čase. Od analýzy rozptylu je pak jen krůček k faktorové analýze rozptylu, která je už plnohodnotným nepřímým cenovým testem stupně integrace trhu.⁸ Ale i pouhý trend vývoje rozptylů národních a sektorových indexů v Evropě poslouží jako dobrý indikátor vývoje integrace. Jak Obrázek 2 naznačuje, rozptyl národních indexů ve vybraných zemích EU (viz. složení indexu MSCI) po významnou dobu převyšoval rozptyl národních sektorových indexů. Zatímco sektorové indexy měly tendenci se vyvíjet společným směrem, národní indexy byly citlivější na lokální faktory. Takový vývoj nahrával geografické diversifikaci portfolia, zatímco sektorová diversifikace byla zatlačena do pozadí. Změna ale přišla s integrací evropských trhů. Vzrůstající počet společných faktorů, které ovlivňovaly národní indexy, a paralelní sblížení vývoje národních sektorových indexů napříč EU (viz Obrázek 3 a 4), snížil rozptyl národních indexů až pod úroveň sektorových. Za takových podmínek se zvyšovala váha sektorové diversifikace portfolia na úkor geografické. Ekonomická integrace se o něco později a méně razantně projevila i v přiblížení vývoje evropských sektorových indexů. Pokles rozptylu jak národních tak i sektorových indexů snížil riziko vyplývající z variability indexů, ale zároveň omezil prostor pro diversifikaci investičního portfolia mezi zeměmi ale i sektory EU. Pomalejší pokles či dokonce mírný růst rozptylu výnosů polských a českých sektorových indexů v porovnání s dramatickým poklesem u evropských sektorových

⁸ S ohledem na omezenou dostupnost, délku a vypovídací schopnost časových řad mnoha ekonomických proměnných bylo od této metody upuštěno.

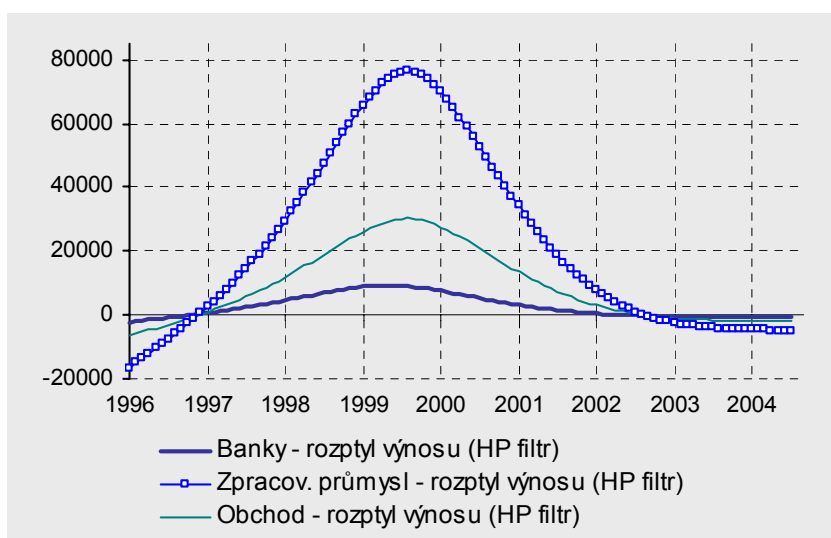
indexů MSCI mohou znamenat, že v rámci EU zůstal ještě významný prostor pro kombinovanou geograficko-sektorovou diversifikaci portfolia. Ke stejnému závěru dospěla i analýza Baele a kolektivu (2004).

Obrázek 2 Rozptyl národních indexů a sektorových indexů ve vybraných ekonomikách



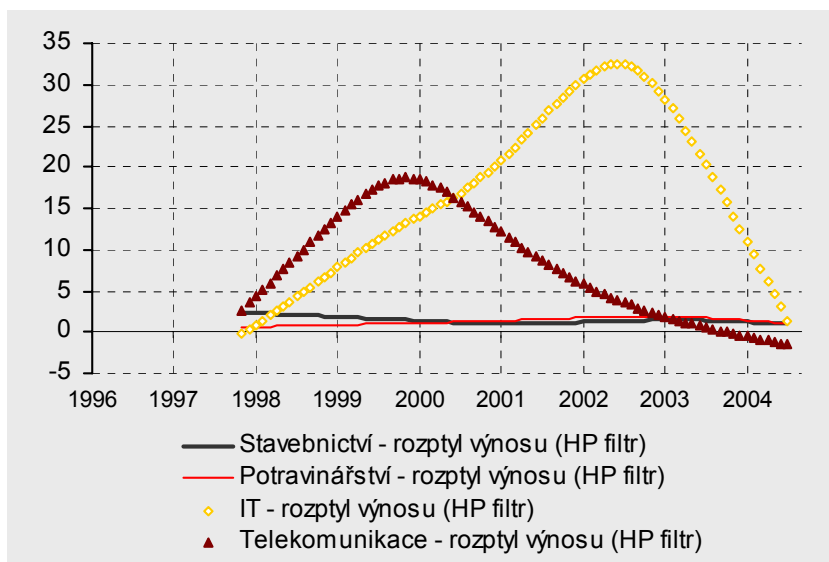
Zdroj: Rozptyly meziročních změn vyhlazené v čase Hodrick-Prescotovým filtrem. Vlastní výpočty na základě údajů EcoWin, listopad 2004.

Obrázek 3 Rozptyl sektorových indexů mezi zeměmi – první skupina sektorů



Zdroj: Rozptyly meziročních změn vyhlazené v čase Hodrick-Prescotovým filtrem. Vlastní výpočty na základě údajů EcoWin, listopad 2004.

Obrázek 4 Rozptyl sektorových indexů mezi zeměmi – druhá skupina sektorů



Zdroj: Rozptyly meziročních změn vyhlazené v čase Hodrick-Prescotovým filtrem. Vlastní výpočty na základě údajů EcoWin, listopad 2004.

2.3. Kvantitativní ukazatele

Stupeň integrace trhu lze také měřit pomocí kvantitativních ukazatelů, které se zaměřují na měřitelnou změnu chování investora popřípadě trhů v procesu integrace. Mezi nejpopulárnější ukazatele bezesporu patří podíl finančních aktiv investovaných mimo zemi původu nebo relativní počet investičních fondů uplatňujících evropskou a ne lokální investiční strategii. Z důvodu velmi omezené datové základny a nedostupnosti informací o geografické struktuře portfolia finančních institucí nových členských zemí EU nebylo možné posunout zkoumání stupně integrace trhu nových členských zemí dál tímto směrem. Následující odstavce se ale krátce zmíní o dosavadních výsledcích tohoto průzkumu za země EMU, neboť je racionální očekávat, že velmi podobným procesem budou brzy procházet nebo dokonce již prochází i nové členské země EU.

Kvantitativní ukazatele obecně vychází z předpokladu, že investoři mají tendenci subjektivně upřednostňovat domácí aktiva před zahraničními.⁹ Integrace finančních trhů ve své podstatě rozšiřuje „domácí“ trh vlivem propojení infrastruktur, snížení transakčních nákladů pro přeshraniční investice, uvolnění lokálně specifických restrikcí a odstranění kurzového rizika zavedením jednotné měny. Platnost této hypotézy byla již několika studii¹⁰ potvrzena. Podle Baele a kolektivu (2004), kteří vycházeli z údajů Federace evropských investičních společností (FEFSI), podíl investičních fondů, které neuplatňují

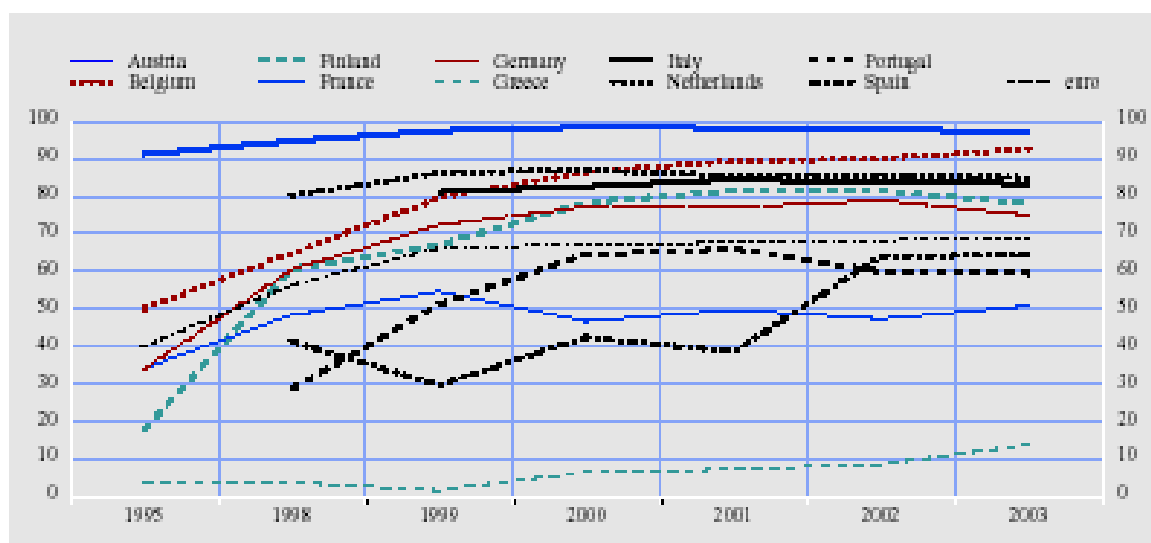
⁹ Existence tzv. „home bias“ v mnoha zemích byla potvrzena několika studii například Lewis (1999).

¹⁰ Baele a kolektiv (2004), str. 76

lokální investiční strategii, na celkových aktivech investičních společností už před zavedením eura razantně rostl (viz Obrázek 5). Jejich zastoupení se zvyšovalo dál ale pomalejším tempem a v roce 2003 dosáhlo v šesti z deseti zemí 75 %¹¹. Podíl těchto investičních fondů na celkových aktivech sektoru se z cca 40 % v roce 1995 vyšplhal během tří let téměř k 70 %. Tato hranice nebyla ale v dalších letech pokořena a v roce 2003 se stále pohybovala pod 70 %. Impuls v podobě zavedení eura se pravděpodobně vyčerpal a další omezení podílu aktiv spravovaných na základě lokální strategie čeká na nový silný impuls.

Z údajů v Obrázku 5 není ale zřejmé, zda-li zvýšení podílu aktiv neřízených na lokální bázi probíhalo spíše ve prospěch evropských akciových trhů nebo naopak ve prospěch mimoevropských trhů. Bližší informace poskytuje Obrázek 6, podle kterého zastoupení aktiv řízených na evropské bázi vzrostl z necelých 20 % v roce 1995 na 30 % v roce 2000. Z těchto údajů je zřejmé, že lokální strategie investičních fondů ustupovala ve prospěch spíše mezinárodní strategie a ne čistě jen evropské. Jedním z důvodů může být příliš silná korelace mezi evropskými akciovými indexy¹², která omezuje prostor pro mezinárodní diversifikaci portfolia.

Obrázek 5 Podíl aktiv investičních fondů neuplatňujících lokální investiční strategii

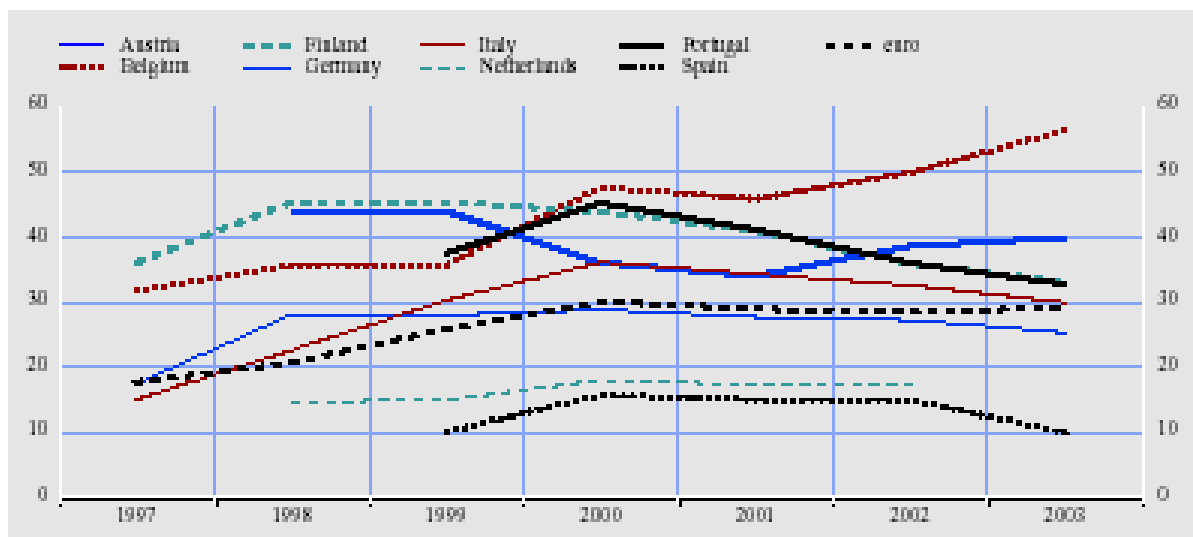


Převzato z publikace Baele a kolektiv (2004), str. 77.

Obrázek 6 Podíl aktiv investičních fondů uplatňujících evropskou investiční strategii

¹¹ Baele a kolektiv (2004), str. 76.

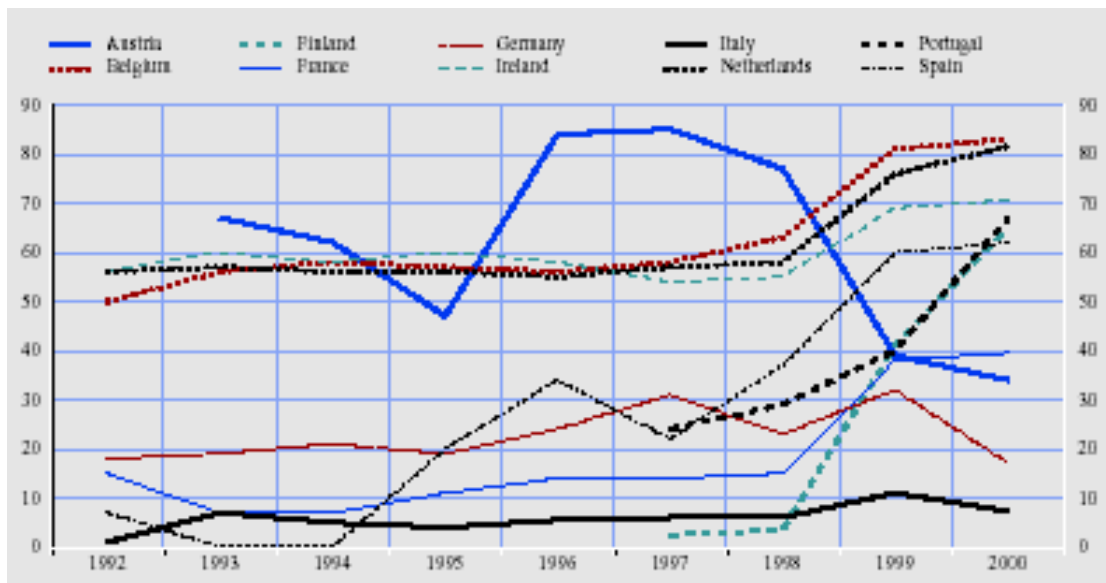
¹² Viz například Horská (2004).



Převzato z publikace Baele a kolektiv (2004), str. 77.

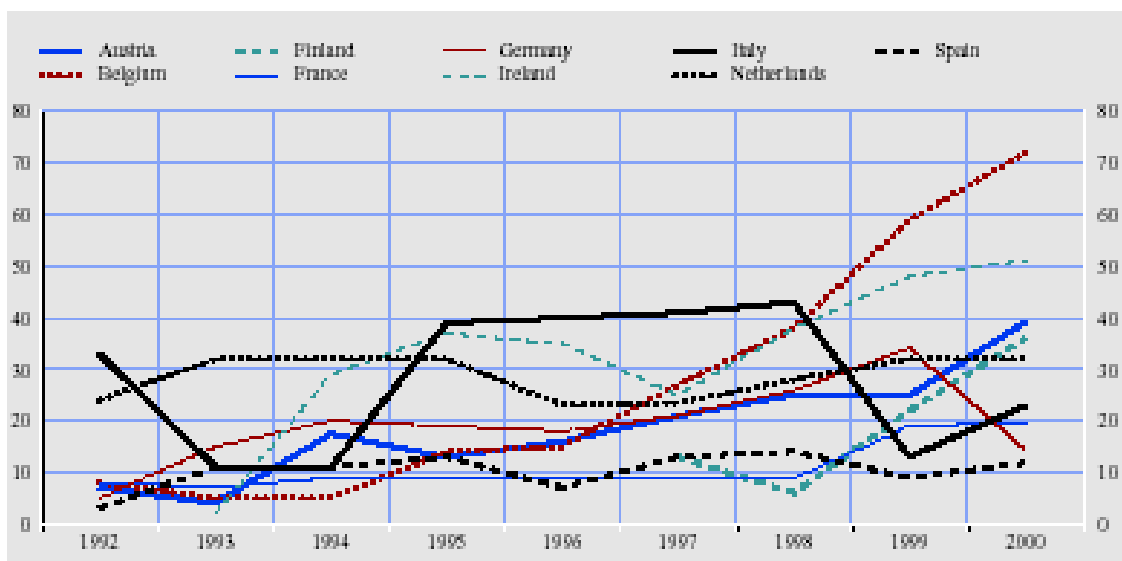
Kromě investičních fondů se v poslední době sleduje i investiční portfolio penzijních fondů a pojišťoven, jejichž aktiva v posledních dekádách dynamicky rostou a staly se proto významnými institucionalizovanými investory. Struktura portfolia této skupiny investorů je však i nadále významným způsobem ovlivněna lokálními pravidly „obezřetného investování“ stanovenými místními dozorovými orgány. Nicméně zavedení společné měny mělo pro tyto „konzervativní“ investory velký význam, neboť odstranilo kurzové riziko vůči ostatním členům eurozóny. Tentokrát nebyl ale vývoj tak jednoznačný. Zatímco u většiny malých ekonomik s omezenou schopností absorbovat rostoucí objem aktiv penzijních fondů (viz například Belgie, Nizozemí, Irsko) podíl zahraničních akcií v portfoliu penzijních fondů již historicky dosahoval vysokých hodnot a před zavedením eura se zvýšil již nepatrně, velké ale hospodářsky slabší státy, jako jsou Portugalsko a Španělsko, zažily a konci 90. let minulého století velký boom. V případě obou těchto skupin zastoupení zahraničních aktiv v akciovém portfoliu penzijních fondů překonává 60% hranici. Na opačné straně leží velké státy s vyspělým akciovým trhem jako Německo, Itálie a Francie, jejichž penzijní fondy do zahraničních akcií neinvestují ani polovinu ze svého akciového portfolia, a dávají tak přednost domácímu trhu. Ještě výrazněji se preference domácího trhu projevuje u životních pojišťoven z EMU. V málokteré ekonomice podíl zahraničních akcií na celkovém objemu peněz drženém životními pojišťovnami v akciích dosahuje 50 %. Pouze země s omezenými domácími investičními příležitostmi využívají ve větší míře mezinárodní diversifikaci portfolia.

Obrázek 7 Podíl zahraničních akcií na celkovém akciovém portfoliu penzijních fondů v EMU



Převzato z publikace Baele a kolektiv (2004), str. 78.

Obrázek 8 Podíl zahraničních akcií na celkovém akciovém portfoliu životních pojišťoven v EMU



Převzato z publikace Baele a kolektiv (2004), str. 79.

3. Závěr

Integrace akciových trhů v rámci EU probíhá v několika vlnách. První vlna se týká zemí, které již přijaly jednotnou měnu euro a druhá těch, které na členství v EMU zatím čekají. Druhá skupina zemí se nedávno stala součástí EU a významnou část procesu integrace má ještě před sebou. Tato studie, která se konkrétně zaměřila na stupeň integrace akciových trhů nových členských zemí, to i potvrzuje. Ačkoliv počátek 21. století koresponduje s obdobím zřetelného sblížení trendu vývoje národních akciových indexů,

korelace mezi akciovými indexy nových členských zemí a evropskými státy, zastoupenými indexem MSCI, se po vstupu do EU nevyvíjela jednoznačně. Výsledky mohou být však zkresleny přechodnými faktory, neboť zkoumané období bylo velmi krátké. Proto vývoj akciových trhů bude nutné sledovat s delším časovým odstupem a již nyní lze na základě zkušeností „starých“ členů EU předpokládat, že v delším období vazba mezi akciovými trhy nových členských zemí a „původních“ členů EU prohloubí. Podílet se na tom bude především ekonomická a regulační integrace, která sblíží rizikové profily národních aktiv a zvýší počet faktorů působících společně a jednosměrně na místní akciové trhy. Prozatím zůstává ale stupeň integrace akciových trhů nových členských zemí v ranné fázi, což umožňuje v rámci EU relativně efektivně diversifikovat investiční portfolio, obzvláště prostřednictvím kombinované geograficko-sektorové diversifikace. Složení portfolia by mělo být vybíráno ale pečlivě, neboť v některých případech se již nyní projevuje relativně silná vazba mezi národními evropskými indexy (viz. varšavský index) a mezi oborovými indexy různých zemích (například bankovníctví a telekomunikace). Mnoho institucionálních investorů z EMU však stále upřednostňuje domácí akcie před zahraničními. Příprava a samotné zavedení eura sice zrelativizoval hranice „domácího finančního trhu“, ale ne všichni institucionální investoři ustoupili ze své lokální strategie. Důvody mohou být jednak tržní: dostatečně hluboký a široký akciový trh nabízí stále široké spektrum investičních příležitostí nebo institucionální: přetrvávající bariéry nebo omezení vstupu na zahraniční trhy. K výraznějšímu ústupu z lokální na mezinárodní investiční strategii přistoupily investiční fondy. Většina z nich se však rozhodla pro globální strategii přesahující hranice eurozóny. Důvodem může být obava z příliš silné korelace mezi evropskými akciovými indexy omezující prostor pro geografickou diversifikaci portfolia. Navíc zastoupení investičních fondů, které řídí své portfolio z pohledu celoevropského popřípadě globálního, se v posledních letech stabilizovalo a dál už nerostlo. Impuls v podobě zavedení eura se pravděpodobně vyčerpal a další omezení podílu aktiv spravovaných na základě lokální strategie čeká na nový silný podnět. Geografická struktura investičních portfolií v nových členských zemích není zatím veřejně dostupnou informací, ale lze předpokládat, že investiční strategie institucionalizovaných investorů se již vstupem do EU rozšířila i mimo území státu a zastoupení takových strategií ještě v čase poroste. Nové členské země pravděpodobně čeká podobný vývoj investiční strategie a podílu zahraničních aktiv v portfoliích domácích institucionalizovaných investorů jako ve Španělsku a Portugalsku, neboť investice do domácích aktiv budou narážet na hranice absorpce úzkého domácího finančního trhu.

Další zkoumání stupně integrace akciových trhů nových členských zemí lze s rozšířením datové základny do budoucna zaměřit na nepřímé cenové ukazatele a

ukazatele kvantitativní. Bude totiž zajímavé porovnat proces a tempo integrace finančních trhů výrazně méně vyspělých ekonomik se zkušenostmi starších členů EU.

Literatura

1. BACA, S. P. – GARBE, B. – WEISS, R., A. (2000): The Rise of Sector Effects in Major Equity Markets. *Financial Analysts Journal*, September/October, s 35-40.
2. BAELE, L. - BEKAERT, G. – SCHOORS, K. (2003): Equity Market Integration and Equity Returns in Central and Eastern Europe, Working Paper.
3. BAELE, L. – FERRANDO, A. – HÖRDAHL, P. – KRYLOVA, E. – MONNET, C (2004): Measuring Financial Integration in the Euro Area. ECB Occasional Paper Series, No 14, April 2004.
4. BEKAERT, G. – HARVEY, (1997): Emerging Equity Market Volatility. *Journal of Financial Economics*, 43, s 29-77.
5. FERREIRA, M., A. – GAMA, P., M. (2002): The Developed Market's Stock Portfolio Volatility: An Investigation of Country and Sector Idiosyncratic Risk. Working Paper.
6. GIANNETTI, M. – GUIISO, L. – JAPPELLI, T. – PADULA, M. – PAGANO, (2002): Financial Integration, Corporate Financing and Economic Growth. Final report to the European Commission, CEPR, 2002.
7. Goldman Sachs (2004): No gain without Pain – Germany's Adjustment to a Higher Cost of Capital. *Goldman Sachs Global Economic paper*, No 103, February 26 2004.
8. GRIFFIN, J. - KAROLYI, G. (1998): Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies. *Journal of Financial Economics* 50, s 351-373.
9. GUIISO, L.. – HALLIASSOS, M. – JAPPELLI, T. (2003): Households Stockholding in Europe: Where Do We Stand and Where Do We Go? *Economic Policy* (36), s 123-170.
10. HARDOUVELIS, G. – MALLIAROPULOS, D. – PRIESTLY, R. (2000a): EMU and European Stock Market Integration. CEPR Discussion Paper, No 2124.
11. HARDOUVELIS, G. – MALLIAROPULOS, D. – PRIESTLY, R. (2000a): EMU The Impact of Globalisation on the Equity Cost of Capital. Working Paper.
12. HORSKÁ, H. (2004): Český akciový trh - jeho efektivnost a makroekonomické souvislosti. *Finance a Úvěr*, v tisku.
13. LEWIS, K. K (1999): Trying to Explain the Home Bias in Equities and Consumption, *Journal and Economic Literature*, Vol. 37, Nr. 2, pp. 571-608.
14. London Economics (2002): Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets. Final Report to the European Commission, 2002.

15. SHUMACHER, D. – STEHN, J. (2004): Pan-European Economic Analyst. *Goldman Sachs Economic Research*, Issue No 04/06, August 2004.
16. STULZ, T. M. – KAROLYI (2001): Are Financial Assets priced locally or globally? Dice Center WP 2001-11.

Příloha

Příloha 1 Korelační matice – sektor bankovníctví

<i>93:01 03:12</i>	Bank. index ČR	Bank. index EU	Bank. index PL
Bank. index ČR	1,00	0,13	0,38
Bank. index EU		1,00	0,19
Bank. index PL			1,00

<i>04:01 04:12</i>	Bank. index ČR	Bank. index EU	Bank. index PL
Bank. index ČR	1,00	0,33	0,61
Bank. index EU		1,00	0,32
Bank. index PL			1,00

Příloha 2 Korelační matice – sektor stavebnictví

<i>93:01 03:12</i>	Stavebnictví ČR	Stavebnictví EU	Stavebnictví PL
Stavebnictví ČR	1,00	0,05	-0,09
Stavebnictví EU		1,00	0,36
Stavebnictví PL			1,00

<i>04:01 04:12</i>	Stavebnictví ČR	Stavebnictví EU	Stavebnictví PL
Stavebnictví ČR	1,00	-0,26	0,24
Stavebnictví EU		1,00	0,78
Stavebnictví PL			1,00

Příloha 3 Korelační matice – sektor telekomunikací

<i>93:01 03:12</i>	Telekom ČR	Telekom EU	Telekom PL
Telekom ČR	1,00	0,16	0,51
Telekom EU		1,00	0,39
Telekom PL			1,00

<i>04:01 04:12</i>	Telekom ČR	Telekom EU	Telekom PL
Telekom ČR	1,00	-0,14	0,03
Telekom EU		1,00	0,67
Telekom PL			1,00

Příloha 4 Korelační matice – sektor obchodu

<i>93:01 03:12</i>	Obchod ČR	Obchod EU
Obchod ČR	1,00	0,08
Obchod EU		1,00

<i>04:01 04:12</i>	Obchod ČR	Obchod EU
Obchod ČR	1,00	-0,30
Obchod EU		1,00

Příloha 5 Korelační matice – sektor potravinářského průmyslu

93:01 03:12	Potraviny ČR	Potraviny EU	Potraviny PL
Potraviny ČR	1,00	-0,19	0,00
Potraviny EU		1,00	0,26
Potraviny PL			1,00

04:01 04:12	Potraviny ČR	Potraviny EU	Potraviny PL
Potraviny ČR	1,00	-0,12	0,49
Potraviny EU		1,00	0,03
Potraviny PL			1,00

Příloha 6 Korelační matice – sektor informačních technologií

93:01 03:12	IT EU	IT PL
IT EU	1,00	0,40
IT PL		1,00

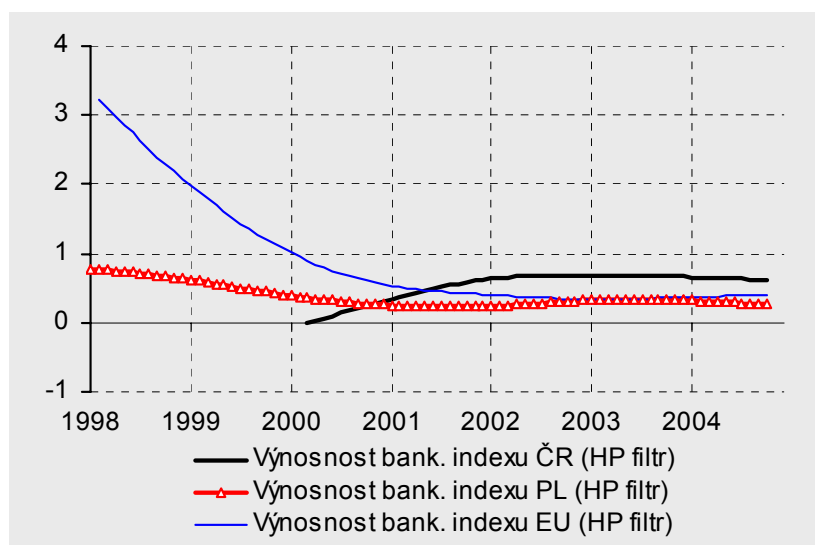
04:01 04:12	IT EU	IT PL
IT EU	1,00	-0,16
IT PL		1,00

Příloha 7 Korelační matice – sektor zpracovatelského průmyslu

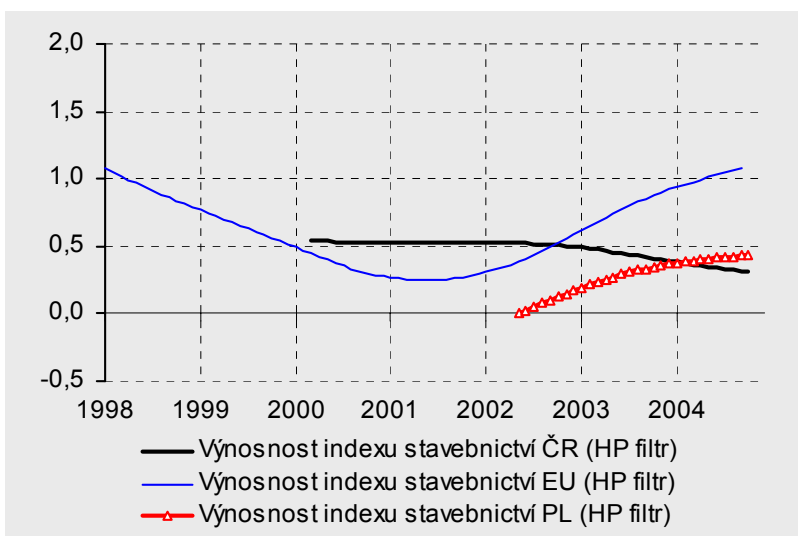
93:01 03:12	Průmysl ČR	Průmysl EU
Průmysl ČR	1,00	-0,01
Průmysl EU		1,00

04:01 04:12	Průmysl ČR	Průmysl EU
Průmysl ČR	1,00	0,25
Průmysl EU		1,00

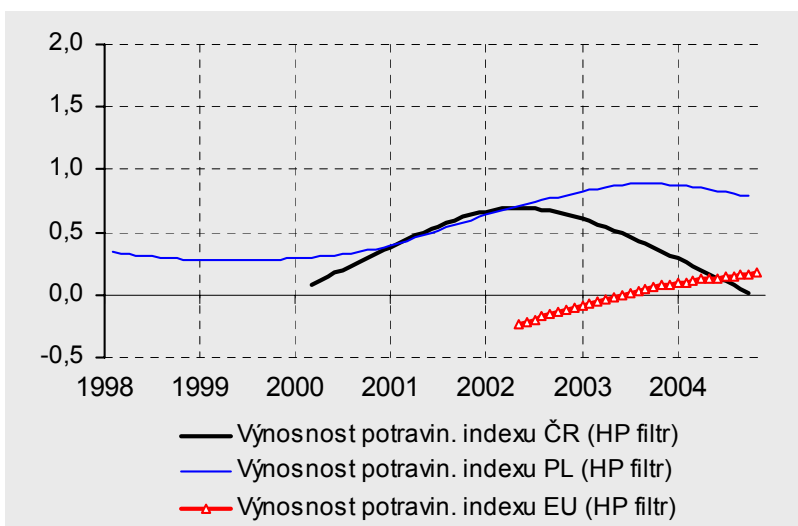
Příloha 8 Trend vývoje výnosnosti sektorových indexů - bankovníctví



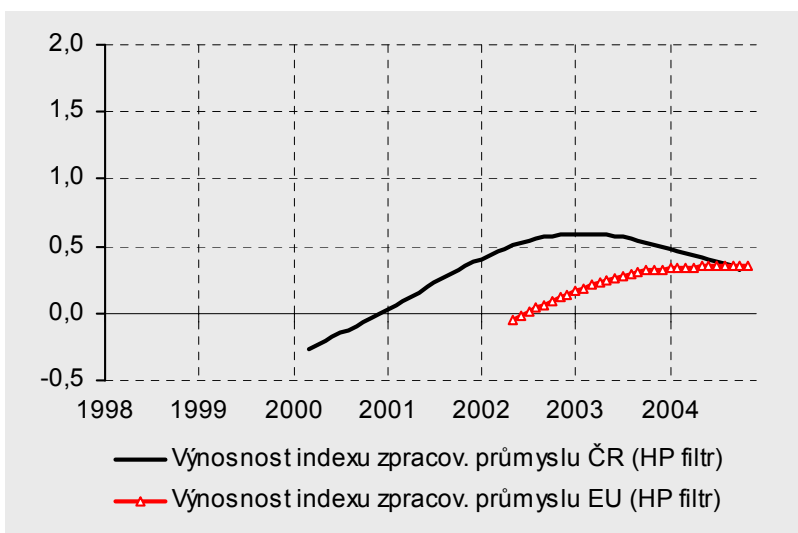
Příloha 9 Trend vývoje výnosnosti sektorových indexů – stavebnictví



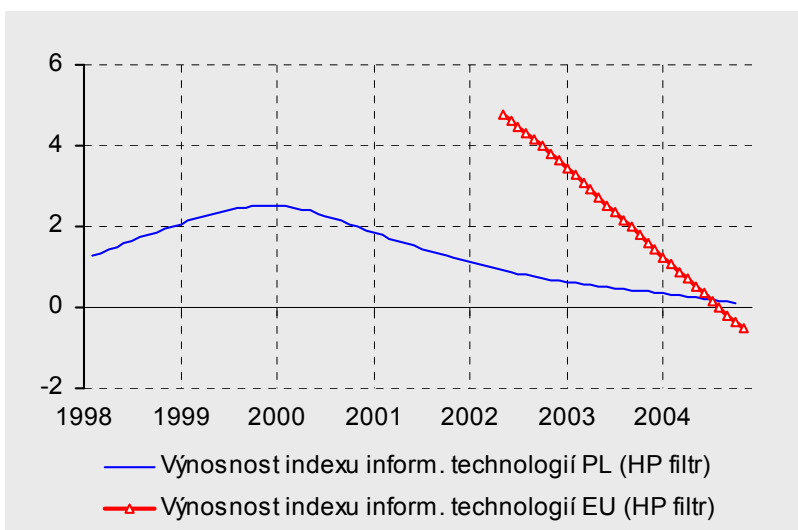
Příloha 10 Trend vývoje výnosnosti sektorových indexů – potravinářský průmysl



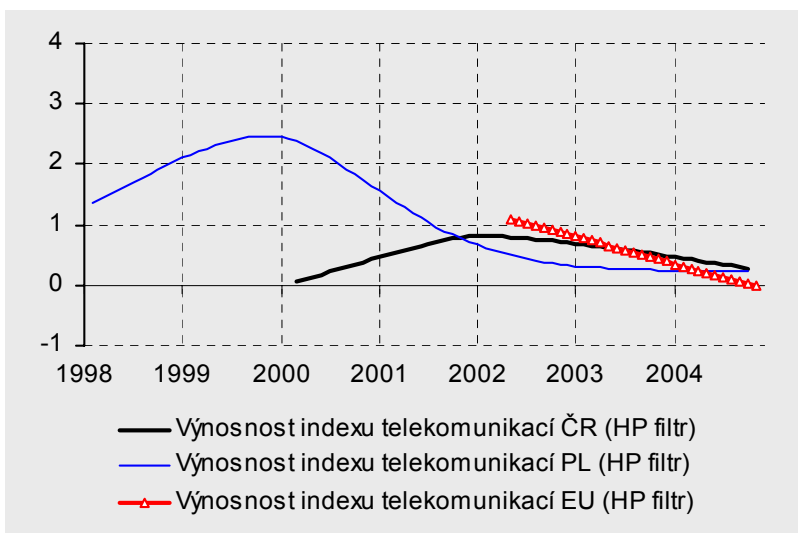
Příloha 11 Trend vývoje výnosnosti sektorových indexů – zpracovatelský průmysl



Příloha 12 Trend vývoje výnosnosti sektorových indexů – informační technologie



Příloha 13 Trend vývoje výnosnosti sektorových indexů – telekomunikace



Příloha 14 Trend vývoje výnosnosti sektorových indexů – obchod

