

*Urszula Mrzygłód**

STANOWISKO WIELKIEJ BRYTANII W KWESTII EURO A PROCES INTEGRACJI RYNKÓW FINANSOWYCH

Od samego początku dyskusji nad wprowadzeniem euro w Wielkiej Brytanii wiele miejsca poświęcano rynkom finansowym z uwagi na ich rolę w gospodarce. W ramach działań koordynujących przygotowania uczestników rynków finansowych oraz przedsiębiorstw do działania w trakcie tego istotnego wydarzenia w międzynarodowym systemie walutowym, Bank Anglii podjął się szerokiej kampanii informacyjnej¹. Działania takie zostały również rozpoczęte przez Ministerstwo Skarbu Wielkiej Brytanii, które w 1997 roku zdecydowało o podjęciu pięciu analiz empirycznych dotyczących konsekwencji wejścia do strefy euro. Ocenie podlegały następujące problemy:

- zgodność cykli koniunkturalnych i struktury gospodarki Wielkiej Brytanii z państwami strefy euro;
- zakres elastyczności gospodarki;
- podejmowanie przez przedsiębiorstwa inwestycji długoterminowych w Wielkiej Brytanii;
- zmiana pozycji konkurencyjnej sektora finansowego Wielkiej Brytanii, w tym w szczególności rynków hurtowych działających w londyńskim City;
- możliwość zwiększenia stopy wzrostu gospodarczego, stabilności gospodarczej oraz trwałego wzrostu zatrudnienia².

W 2003 roku ukazał się oficjalny raport dotyczący polityki rządu w sprawie przystąpienia do strefy euro, w którym zamieszczono również wyniki przeprowadzonych analiz empirycznych problemów postawionych w 1997 roku, którego skrócone wyniki przedstawiono w tabeli 1. Zgodnie ze stanowiskiem

* Dr, adiunkt w Zakładzie Międzynarodowych Stosunków Walutowych Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego.

¹ W rezultacie podjętych działań Bank Anglii publikował raporty o praktycznych aspektach funkcjonowania euro, które ukazywały się w latach 1996–2002.

² *The Five Test Framework*, HM Treasury, London 2003.

autorów raportu w roku 2003 tylko 3 z 5 obszarów spełniało postawione przed nimi zadania. Należy jednak podkreślić, że sposób formułowania odpowiedzi na postawione pytania w opublikowanym raporcie, był stosunkowo niekonkretny. Wydaje się, że wynikało to zarówno z trudności metodologicznych w prowadzonych badaniach, ale także z pewnych implikacji politycznych. Nie do końca precyzyjne określenie stanowiska, jak dalece gospodarka Wielkiej Brytanii zyska/ lub też straci na wejściu do unii monetarnej, pozostawiło relatywnie dużą swobodę gremiom politycznym w kształtowaniu polityki wobec EMU.

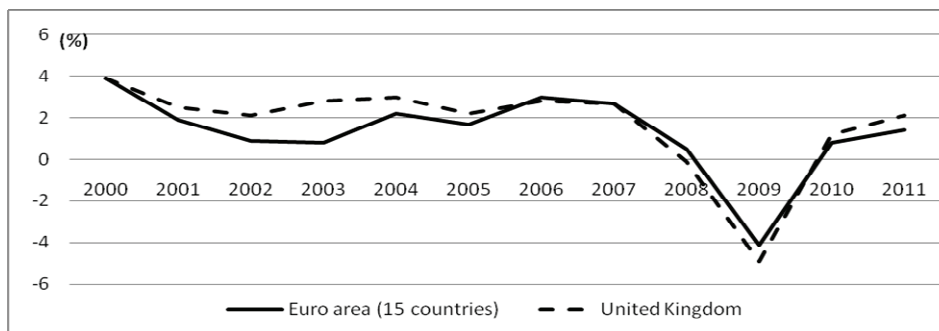
Tabela 1. Wyniki analiz empirycznych pięciu testów

Rodzaj testu	Wynik	Komentarz
zgodność cykli koniunkturalnych i struktury gospodarki Wielkiej Brytanii z państwami strefy euro	–	W latach 1999–2003 stopień konwergencji gospodarki brytyjskiej ze strefą euro znacząco wzrósł w latach, jednakże istniejące różnice strukturalne uniemożliwiają całkowite spełnienie tego warunku.
zakres elastyczności gospodarki	–	Stopień elastyczności gospodarki brytyjskiej w tym rynku pracy, wzrósł w analizowanych latach. Tym niemniej autorzy podkreślają, że nie jest to poziom wystarczający by uchronić gospodarkę przed trudnymi dostosowaniami w ramach EMU.
podejmowanie przez przedsiębiorstwa inwestycji długoterminowych w Wielkiej Brytanii	+	Istnieje zgodność, że wejście do strefy euro wywołał pozytywny efekt wzrostu inwestycji bezpośrednich i portfelowych w Wielkiej Brytanii oraz przyczyni się do zmniejszenia kosztu kapitału dla przedsiębiorstw brytyjskich, również z sektora MSP.
zmiana pozycji konkurencyjnej sektora finansowego Wielkiej Brytanii, w tym w szczególności rynków hurtowych działających w londyńskim City	+	Istnieje zgodność, że wejście do strefy euro wywołał pozytywny efekt umocnienia pozycji konkurencyjnej Londynu jako centrum finansowego w Europie.
możliwość zwiększenia stopy wzrostu gospodarczego oraz stabilności gospodarczej oraz trwałego wzrostu zatrudnienia	+	Członkostwa w UGW może wpłynąć na zwiększenie produkcji Wielkiej Brytanii i doprowadzić do trwałego wzrostu zatrudnienia w perspektywie długoterminowej. Oczekuje się, że wprowadzenie wspólnej waluty wywoła w perspektywie 30 lat: wzrost wartości wymiany handlowej z krajami strefy euro nawet do 50% oraz wzrost dochodu narodowego od 5 do 9%.

Źródło: UK Membership of the Single Currency, 09.06.2003, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk>, 14.06.2010.

Zachodzące od 2003 roku zmiany w gospodarce światowej, w którym to roku gabinet Gordona Browna ogłosił decyzję o nieokreślaniu terminu wejścia do strefy euro, ponownie stawiają problem konsekwencji ekonomicznych takiego posunięcia dla gospodarki Wielkiej Brytanii oraz jej przygotowania do unii monetarnej. Jednym z głównych argumentów może być tym razem rosnąca zbieżność cykli koniunkturalnych (rys. 1). Należy zauważyć, że o ile okres po pęknięciu banki internetowej na rynkach kapitałowych (2001–2003), świadczył na rzecz pozostania poza strefą euro, z uwagi na słabsze wyniki gospodarcze państw, to od roku 2004 można powiedzieć, że gospodarki EMU i Wielkiej Brytanii rozwijają się w bardzo zbliżonym tempie. Przyczyn należy upatrywać w rosnących przepływach kapitałowych pomiędzy państwami oraz w postępującym procesie globalizacji. Obserwowana zbieżność cykli koniunkturalnych oznacza tym samym, że ryzyko niedopasowania wspólnej polityki pieniężnej staje się zdecydowanie niższe. Rozwój sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych w latach 2007–2009 pozwala na stwierdzenie, że zjawisko zarażania kolejnych gospodarek następuje zdecydowanie szybciej i trudno jest oczekiwać, że prowadzenie własnej polityki monetarnej będzie stanowiło bezpieczną barierę i ochronę dla gospodarki brytyjskiej również w przyszłych latach³. System kursu płynnego w środowisku niezwykle mobilnego na skalę międzynarodową kapitału nie stanowi już wystarczającego narzędzia absorbującego szoki, dzięki któremu dostosowania gospodarki są mniej kosztowne. W sytuacji gdy kurs walutowy nie jest bezpośrednio związany z fundamentami gospodarki,

Rys. 1. Stopa wzrostu realnego produktu krajowego brutto¹ w Wielkiej Brytanii i strefie euro² w latach 2000–2011



¹) Zmiana procentowa rok do roku.

²) Dane dla 16 państw strefy euro nie uwzględniają Słowacji.

Źródło: Opracowanie własne na danych uzyskanych z bazy Eurostat

³ Begg I. porównał zjawisko zarażania do fal tsunami, które pochłaniają kolejne państwa – uczestników gospodarki światowej. Zob. Begg I., *Time to Look Beyond the Five Tests?*, [w:] *10 years of the Euro: New Perspectives for Britain*, ed. Bishop G., Buiter W., Donnelly B., Hutton W., Sarum Colourview, London 2009, s. 21.

a odzwierciedla także oczekiwania inwestorów, jego zmiany wynikają również z zachowań stadnych oraz innych psychologicznych aspektów podejmowania decyzji, to zamiast stabilizatora kurs ten stanowi dodatkowy czynnik ryzyka dla uczestników gospodarki o czym przekonali się oni również w ostatnich miesiącach, gdy funt brytyjski podlegał znaczącym wahaniom⁴.

Należy również pamiętać, że utworzenie unii monetarnej nie pozostaje bez znaczenia dla sposobu prowadzenia polityki monetarnej przez pozostałe kraje, który to problem odnosi się do efektów zewnętrznych funkcjonowania unii. Otóż w przypadku krajów stosujących płynny kurs walutowy, których import pochodzi głównie z regionu unii monetarnej, a więc jest wyrażony w jednej walucie, stopień autonomii polityki monetarnej ulega obniżeniu. Wynika, to z faktu koncentracji banku centralnego państwa pozostającego poza unią na utrzymywaniu niskiej inflacji i stabilności gospodarczej. Zgodnie z badaniami z 2008 roku omawiany efekt zewnętrzny unii monetarnej jest szczególnie wyraźny w przypadku krajów o wysokim wskaźniku importu ze strefy danej unii monetarnej i zyskał on potwierdzenie również w przypadku Wielkiej Brytanii⁵.

Kolejnym niezwykle ważnym argumentem może być współpraca banków centralnych w trakcie ostatniego kryzysu. Upadek Lehman Brothers, który stanowił przełomowy moment w rozwoju sytuacji na rynkach finansowych, spowodował nagłe zmniejszenie wzajemnego zaufania banków komercyjnych do zawierania transakcji, ale także przeczył panującemu przekonaniu, że rządy poszczególnych państw nie pozwolą na upadek znaczących instytucji finansowych, w myśl zasady „*to big to fail*”. Nagła niestabilność finansowa, która nie jest tożsama z niestabilnością monetarną, spowodowała niespotykaną od wielu lat współpracę pomiędzy bankami centralnymi wielu państw. Głównym celem działań banków centralnych było przywrócenie zaufania na rynkach finansowych oraz zapewnienie odpowiedniej płynności na rynkach finansowych w sytuacji zaniku transakcji pomiędzy bankami komercyjnymi. Jednym z głównych działań jakie były podejmowane stanowiło utworzenie linii dla transakcji swapowych pomiędzy bankami centralnymi, z których korzystał również Bank Anglii⁶. Nie można nie doceniać tych działań i trudno byłoby sobie wyobrazić konsekwencje samowolnego i nieskoordynowanego działania banków centralnych poszczególnych państw, również członków EMU, podejmowanych w celu zapewnienia płynności na rynkach finansowych. W tym też kontekście należy upatrywać możliwej zmiany stanowiska Wielkiej Brytanii w kwestii strefy euro, ponieważ pozostawanie poza unią monetarną niekoniecznie niesie za sobą większe możliwości stabilizacji gospodarki.

⁴ Szerzej: Buiter W., *The Overwhelming Economic Case for the United Kingdom Adopting the Euro*, [w:] *10 years of the Euro: New Perspectives for Britain*, op. cit., s. 46–49.

⁵ Plümper T., Troeger V. E., *Fear of Floating and the External Effects of Currency Unions*, *American Journal of Political Science* 2008, Vol. 52, No. 3.

⁶ Szerzej: Allen W. A. i Moessner R., *Central Bank Cooperation and International Liquidity in the Financial Crisis 2008-2009*, BIS Working Papers 2010, no. 310.

1. Znaczenie rynków finansowych w gospodarce Wielkiej Brytanii

Sektor finansowy Wielkiej Brytanii jest uważany za jeden z najbardziej konkurencyjnych działów gospodarki, o czym świadczą przedstawione w tabeli 2 wybrane wskaźniki. Na podstawie danych można stwierdzić, że zarówno pod względem wartości nominalnych, jak i relatywnych udział sektora usług finansowych w PKB podlegał stabilnemu wzrostowi w latach 2000–2008. Jeszcze w roku 2000 udział omawianego sektora w wytworzonej wartości dodanej brutto wszystkich sektorów gospodarki wynosił 5,2% i wzrósł on do poziomu 8,5% na koniec roku 2008. Zmiany te stanowią przeciwieństwo trendu obserwowanego w przypadku przemysłu wytwórczego, którego udział w PKB spadł na przestrzeni ostatnich 12 lat o prawie 8 punktów procentowych⁷. Biorąc pod uwagę jednocześnie sektor usług finansowych oraz usług związanych z rynkiem nieruchomości, transakcjami najmu i usługami biznesowymi należy stwierdzić, że ich udział w wartości dodanej brutto również rósł w stabilnym tempie i na koniec roku 2007 wyniósł prawie 32%.

Tabela 2 Sektor finansowy Wielkiej Brytanii – wybrane wskaźniki w latach 2000–2008

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wielkość GVA ¹ usług finansowych (mln GBP)	45,0	48,2	63,4	71,5	75,1	79,6	90,8	103,6	123,8
Udział w GVA całej gospodarki (proc.)	5,2	5,3	6,6	7	7	6,8	7,7	8,3	8,5
Udział w GVA całej gospodarki wraz z usługami biznesowymi ² (proc.)	27,0	27,8	29,1	29,9	30,2	30,4	31,0	31,9	b.d. ³
Wielkość zatrudnienia w sektorze usług finansowych oraz usług biznesowych ² (mln)	5,5	5,7	5,8	5,9	6	6,2	6,4	6,6	6,7
Udział w liczbie zatrudnionych w gospodarce ogółem (proc.)	18,6	19,2	19,3	19,5	19,6	20,1	20,5	21	21,1

¹⁾ GVA *Gross value added* – wartość dodana brutto.

²⁾ Dotyczy usług związanych z rykiem nieruchomości, wynajmu oraz usług biznesowych tj. prowadzenie księgowości.

³⁾ b.d. – brak danych.

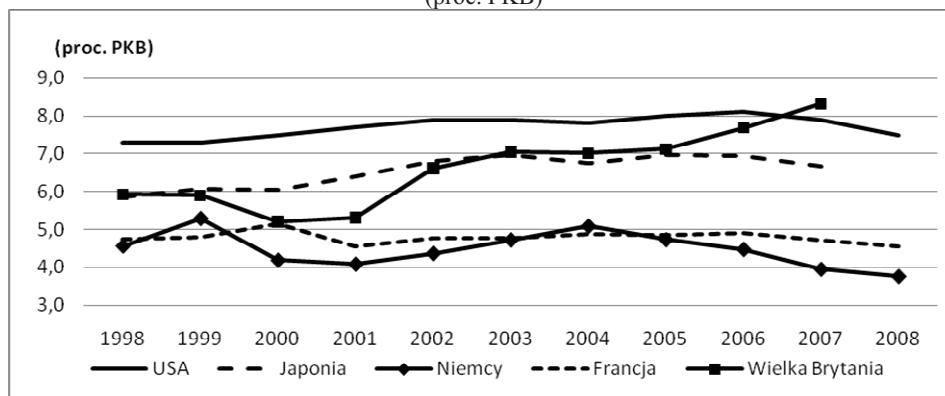
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *United Kingdom National Accounts Blue Book 2009*, ed. by J. Dye, J. Sosimi, Office for National Statistics 2009.

⁷ *Economic Contribution of UK Financial Services 2009*, International Financial Services London Research, December 2009.

Po drugie podkreślany przez decydentów politycznych potencjał sektora finansowego jest związany z faktem, iż znajduje w nim zatrudnienie około 3,5% ogółu pracowników Wielkiej Brytanii. Wielkość zatrudnienia, choć spada w ostatnich dwóch latach w wyniku kryzysu finansowego, to jednak na koniec czerwca 2010 około wyniosła nieco ponad 1 milion osób, z których prawie połowa pracuje w londyńskim City. Warto też zauważyć, że gdyby w obliczeniach ująć również sektor usług biznesowych to wartość zatrudnienia jest znacząco większa i wyniosła na koniec 2008 roku 6,7 miliona osób, co stanowiło ponad 21 proc. ogółu osób zatrudnionych w gospodarce⁸. Niestety z uwagi na brak pełnych statystyk na temat zatrudnienia uniemożliwia przeprowadzenie wieloletniego porównania. Tym niemniej, dane dotyczące funkcjonowania usług finansowych wskazują również, że wartość dodana generowana przez pracowników tego sektora jest ponad dwukrotnie wyższa niż średnia wartość dla wszystkich działów gospodarki Wielkiej Brytanii⁹.

Porównując wskaźniki w poszczególnych krajach, należy podkreślić, że znaczenie sektora usług finansowych jest nieco większe niż w innych krajach, co zostało przedstawione na rys. 2. W przypadku USA sektor ten stanowił w 2007 roku około 7,5% PKB, w Japonii 6,7%, natomiast we Francji i Niemczech udział ten wynosił odpowiednio 4,6% i 3,8%¹⁰. Zatem większa wrażliwość decydentów w sprawie przyszłości rynków finansowych Wielkiej Brytanii w ramach unii monetarnej jest w pełni uzasadniona.

Rys. 2 Znaczenie sektora finansowego w wybranych krajach świata w latach 1998–2008 (proc. PKB)



Źródło: Economic Contribution of UK Financial Services 2009 (Datasheet), op. cit.

⁸ Omawiane dane obejmują również osoby pracujące na zasadzie samo zatrudnienia, którzy stanowili w roku 2008 około 12% osób zatrudnionych w usługach finansowych i biznesowych.

⁹ *Economic Contribution of UK Financial Services 2008*, International Financial Services London Research, December 2008.

¹⁰ *Economic Contribution of UK Financial Services 2009*, op. cit.

Dokonując porównania wielkości głównych giełd papierów wartościowych w Unii Europejskiej (tabela 3) należy stwierdzić, że także pod tym względem Wielka Brytania stanowi czołówkę stawki i pod względem kapitalizacji ustępuje jedynie sojuszowi giełd Euronext. Udział London Stock Exchange w kapitalizacji giełd krajów Unii Europejskiej na koniec roku 2009 wyniósł prawie 26,5 %. Natomiast udział wszystkich giełd państw wchodzących w skład Unii Gospodarczej i Walutowej stanowił 66,5% w kapitalizacji giełdowej UE¹¹. W tabeli 3 zostały również przedstawione wartości kapitalizacji giełd Danii i Szwecji, które należą do relatywnie niewielkich rynków giełdowych i ich udział w kapitalizacji wszystkich giełd papierów wartościowych UE na koniec roku 2009 wyniósł odpowiednio 1,78% i 4,48%.

Tabela 3 Kapitalizacja giełd krajów Unii Europejskiej w latach 2000–2009 (mld EUR)

Kategoria	2000	2002	2004	2006	2008	2009
Giełdy państw strefy euro						
	5777,44	3391,54	4467,04	6740,97	3774,59	4903,69
w tym:						
Deutsche Boerse	1352,94	627,28	849,72	1241,96	797,06	900,77
Euronext ¹	2483,04	1477,11	1796,04	2812,26	1505,18	1999,97
Spanish Exchanges	537,04	443,10	692,05	1003,30	680,63	999,87
Borsa Italiana	818,4	458,0	580,9	778,5	374,7	457,1
Giełdy państw Unii Europejskiej						
	9051,28	6393,37	8739,84	13138,76	6978,59	7373,95
w tym:						
OMX Kopenhaga	119,11	73,68	111,35	182,00	98,00	131,00
OMX Sztokholm	349,62	170,63	277,99	472,00	205,00	330,00
London Stock Exchange	2744,69	1708,26	2071,78	2876,99	1352,33	1950,05

¹⁾ Kapitalizacja bez uwzględnienia giełdy Nyse.

Źródło: *Monthly Statistics 2000-2009*, FESE, www.fese.be, 06.06.2010; *Annual Statistics 2007*, *Annual Statistics 2008*, *Monthly Statistics December 2010*, Nasdaq OMX, www.omxnordicexchange.com, 06.06.2010.

W 2007 roku giełda LSE połączyła się z Borsa Italiana tworząc w ten sposób jeden z dwóch najważniejszych podmiotów na rynku europejskim z ponad trzema tysiącami notowanych spółek oraz dziennymi obrotami sięgającymi 4,6 mld GBP w Londynie i jeszcze około ¼ mln w Mediolanie na koniec 2009

¹¹ Obliczenia własne na podstawie: *Monthly Statistics December 2009*, FESE, www.fese.be, 06.06.2010 oraz *Monthly Statistics December 2010*, Nasdaq OMX, www.omxnordicexchange.com, 06.06.2010.

roku¹². Niezwykle istotny jest fakt, że giełda w Londynie stanowi miejsce emisji papierów wartościowych dla spółek z ponad 70 krajów świata, co świadczy o bardzo wysokiej pozycji konkurencyjnej tego podmiotu w świecie. Z tego punktu widzenia samo wejście Wielkiej Brytanii do strefy euro automatycznie znacząco podniosłoby wartość rynku giełdowego unii monetarnej na światowym rynku kapitałowym.

Zgodnie z teorią integracji gospodarczej istotą unii monetarnej jest integracja zarówno sektora realnego, jak i sfery monetarnej państw tworzących ugrupowanie. Nie ulega wątpliwości, że cel ten przyświecał integrującej się Europie już od wielu lat, ponieważ wspólny rynek nie jest i nie był uważany za wystarczający etap integracji gdyż, jak podkreśla Robert Mundell: „wspólny rynek bez wspólnego pieniądza, może być co najwyżej rynkiem niedoskonałym”¹³. Wejście do EMU wywoła natychmiastową transparentność cen poprzez wycenę usług i produktów we wspólnej walucie, obniżenie kosztów transakcyjnych powstających w wyniku dokonywania transakcji wymiany walut¹⁴, poprawienie mechanizmu cenowego, a w przypadku rynków finansowych Wielkiej Brytanii spodziewać się można wystąpienia pozytywnych efektów skali, które ujawnią efektywność i głębokość tego rynku.

Proces integracji rynków kapitałowych, któremu podlegają państwa tworzące unię monetarną w Europie obejmie również w większym stopniu Wielką Brytanię. Z jednej strony proces ten jest konieczny ze względu na tworzenie w ten sposób mechanizmu wygładzenia długoterminowego procesu adjustacji gospodarki¹⁵, z drugiej może pomóc w przezwyciężeniu przejściowych trudności, które mogą wynikać z asymetrycznego szoku gospodarczego¹⁶. Należy zwrócić także uwagę na podejście W. Molle’a, który podkreślił znaczenie efektów lokalizacyjnych na rynku kapitału występujących już na etapie wspólnego rynku. Efekty te wynikają z nakładania się efektów alokacyjnych oraz akumulacyjnych i są utożsamiane z efektem przestrzennej koncentracji działalności gospodarczej, który polega na przesunięciu nadwyżkowego popytu i po-

¹² Annual Report 2010, London Stock Exchange Group, www.londonstockexchange.com, 07.06.2010.

¹³ *European Economic Integration*, (ed.) McDonald F., Dearden S., 4 ed., FT Prentice Hall, Essex 2005, s. 100.

¹⁴ Z perspektywy Londynu jako centrum finansowego nastąpi utrata pewnej części przychodów wynikających z dokonywania transakcji pomiędzy funtem brytyjskim a pozostałymi walutami.

¹⁵ Mongelli F. P., *What is European Economic and Monetary Union Telling Us About the Properties of Optimum Currency Areas?*, *Journal of Common Market Studies*, 2005, no. 3.

¹⁶ Pszczółka I., *Euro a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 28. Szczegółowo o korzyściach i kosztach uczestnictwa w unii walutowej: de Grauwe P., *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2003; Bukowski S. I., *Unia monetarna. Teoria i polityka*, Difin, Warszawa 2007, s. 46–52.

daży kapitału pożyczkowego do odpowiedniego centrum finansowego¹⁷. Zdaniem W. Molle'a, integracja mniejszego rynku kapitałowego – lokalnego z rynkiem większym – centralnym, spowoduje przejście całej działalności przez rynek centralny. Właściciele oszczędności są skłonni zatem zaakceptować niższą stopę procentową, wynikającą z połączenia obydwu rynków, w zamian za większe możliwości inwestycyjne oferowane przez bardziej efektywny rynek centralny. W konsekwencji, integracja rynków kapitałowych, zdaniem Molle'a będzie prawie zawsze przebiegać pomiędzy rynkami lokalnymi a centralnymi a nie pomiędzy samymi rynkami lokalnymi. Kraje o małych rynkach lokalnych będą zauważać większe korzyści wynikające z integracji z krajem dużym niż z małym, ponieważ w tym pierwszym przypadku nowy rynek będzie bardziej efektywny¹⁸. Zatem można oczekiwać, że wejście Wielkiej Brytanii do unii monetarnej, która jest kolejnym etapem integracji gospodarczej, będzie oznaczać jeszcze silniejszą konkurencję na europejskich rynkach giełdowych. Silna pozycja LSE w pozyskiwaniu przedsiębiorstw pragnących wyemitować papiery wartościowe na tym dużym rynku giełdowym, która wynika chociażby z dużego zainteresowania spółek rosyjskich i chińskich, może zostać jeszcze wzmocniona poprzez większe zainteresowanie spółek europejskich z pozostałych państw członkowskich. Zatem wprowadzenie wspólnej waluty w Wielkiej Brytanii może się wiązać ze zmianami funkcjonowania szczególnie małych rynków kapitałowych państw UE w nadchodzących latach.

Należy także zwrócić uwagę na prace F. P. Mongelliego oraz P. de Grauwe'a, którzy zaprezentowali nowe podejście do teorii integracji monetarnej – zwane endogenicznością kryteriów optymalnego obszaru walutowego (OCA). Zaakcentowano w nim występowanie w unii monetarnej mechanizmów, dzięki którym cykle koniunkturalne państw członkowskich ulegają synchronizacji¹⁹. Jednym ze źródeł endogeniczności jest integracja rynków finansowych²⁰, w tym kapitałowych. Autorzy wskazują, że wprowadzenie wspólnej waluty przyczynia się do wzrostu integracji finansowej, która przejawia się w harmonizacji stóp procentowych, wzroście płynności rynków oraz zmianach instytucjonalnych. Wysoka integracja finansowa będzie się przejawiać we wskaźnikach dzielenia (rozłożenia) ryzyka w krajach członkowskich poprzez rynki finansowe (*risk-sharing*)²¹. Integracja rynków finansowych stanowi sposób rozłożenia ryzyka na

¹⁷ Bożyk P., Mijala J., *Integracja ekonomiczna*, PWE, Warszawa 2003, s. 150–152.

¹⁸ Molle W., op. cit., s. 169–171.

¹⁹ Rose A. K. i Frankel J. A. byli pierwszymi autorami, którzy w 1997 roku wprowadzili taką perspektywę w teorii unii monetarnej. Bukowski S. I., op. cit., s. 46–48.

²⁰ Do pozostałych należą: integracja ekonomiczna, która sprzyja harmonizacji cen w państwach członkowskich, wzrost handlu pomiędzy krajami członkowskimi, otwartość handlowa oraz zwiększenie symetryczności szoków gospodarczych.

²¹ Krugman P., Obstfeld M., *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*, Tom 2, PWN, Warszawa 2007, s. 425.

kraje członkowskie poprzez wzajemne dokonywanie inwestycji na rynkach finansowych, a podejmowana w ten sposób dywersyfikacja portfela inwestycyjnego stanowi zabezpieczenie wartości inwestycji w sytuacji negatywnego szoku ekonomicznego, którym dotknięty został macierzysty kraj inwestora. Zdaniem P. de Grauwe, ryzyko inwestycyjne rozkłada się na pozostałych członków unii monetarnej, a spadek dochodów inwestora jest łagodzony lepszą sytuacją firm z innych krajów o dobrej sytuacji ekonomicznej²². Ponadto autor podkreśla, że w przypadku braku całkowicie zuniifikowanej polityki budżetowej w krajach unii monetarnej, rynki finansowe oraz zintegrowany system bankowy dostarczają jedyne mechanizmu dywersyfikacji ryzyka²³.

Tabela 4. Struktura geograficzna zagranicznych inwestycji portfelowych Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii – pozycja aktywów i pasywów na koniec 2006 roku (proc.)

KRAJ	UE 15	UK	JP	CH	USA
Pozycja aktywów					
Dania	55,73	9,22	4,44	2,83	19,51
Szwecja	56,57	12,11	4,02	2,84	23,69
Wielka Brytania	37,06	x	7,54	2,28	26,62
Średnia UE 14*	66,21	9,77	2,33	1,39	13,85
Pozycja pasywów					
Dania	59,90	11,94	5,58	2,64	16,45
Szwecja	53,88	9,14	5,96	2,02	24,12
Wielka Brytania	40,85	x	4,57	1,62	33,85
Średnia UE 14*	66,98	8,33	4,54	2,49	14,46

* W obliczeniach tej średniej nie uwzględniono państwa Luksemburg.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie bazy danych CPIS, www.imf.org, z dnia 02.12.2008.

W tabeli 4 przedstawiono zagregowaną strukturę zagranicznych inwestycji portfelowych według stanu na koniec roku 2006 przy uwzględnieniu alokacji geograficznej inwestycji (strona aktywów) oraz źródła pochodzenia kapitału (strona pasywów). W analizie wyróżniono następujące miejsca alokacji: państwa UE 15, USA, Japonię, Szwajcarię oraz osobno Wielką Brytanię. Inwestycje portfelowe w pozostałych państwach członkowskich UE 15 stanowiły w 2006 roku 66,21% ogółu portfela aktywów inwestycji zagranicznych tej grupy krajów. Warto zauważyć duże znaczenie rynku finansowego Wielkiej Brytanii, w której inwestycje stanowią prawie 10% portfela aktywów UE 14. Podobnie jest w

²² de Grauwe P., *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2003, s. 243–246.

²³ Ibidem, s. 246.

przypadku pozycji pasywów. Największym dostarczycielem kapitału w postaci inwestycji portfelowych są pozostałe państwa członkowskie UE 15, których inwestycje na koniec roku 2006 wyniosły 66,98% całości zagranicznych zobowiązań portfelowych UE 14. Na drugim miejscu plasują się inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych (14,46%), a w dalszej kolejności inwestorzy z Japonii (4,54%). Ponownie należy również odnotować wysokie znaczenie Wielkiej Brytanii jako źródła pochodzenia kapitału (8,33%).

Dane zamieszczone w tabeli 4 pokazują również, że kraje UE, które nie weszły do strefy euro charakteryzują się znacząco niższym poziomem alokacji aktywów w pozostałych państwach starej piętnastki oraz niższym poziomem uczestnictwa krajów UE 15 w zagranicznych pasywach portfelowych. Szczególnie niskimi wskaźnikami charakteryzuje się Wielka Brytania. Należy się spodziewać, że wejście do strefy euro spowoduje, podobnie jak to miało miejsce w przypadkach pozostałych państw członkowskich EMU, reorientację inwestycji portfelowych w kierunku pozostałych państw członkowskich i będzie to przede wszystkim wynikać z eliminacji ryzyka kursowego.

Odsuwanie wejścia do strefy euro i wynikające z tego ryzyko kursowe, stanowiąc będąc ograniczenie w postępowaniu integracji rynków finansowych Wielkiej Brytanii w nadchodzących latach, a zatem nie będzie przynosić spodziewanych korzyści ekonomicznych. Wprowadzenie wspólnej waluty zapewni całkowitą przejrzystość cen na rynkach finansowych, stymuluje wzrost integracji tych rynków, a jednocześnie pokazuje jak daleko zaszedł proces integracji. Warto nadmienić, że zmiany jakie zaszły w poziomie zagranicznych inwestycji portfelowych państw strefy euro, które nastąpiły w wyniku kryzysu na rynkach finansowych, w większym stopniu objęły kraje, które nie weszły do unii walutowej.

Podsumowując należy wspomnieć, że decyzja o wejściu do EMU będzie możliwa dopiero po pozytywnym wyniku referendum. Przeprowadzane badania opinii publicznej wskazują na bardzo niskie poparcie dla idei integracji monetarnej Wielkiej Brytanii. Porównując wyniki sondaży z 2003 i 2009 roku należy także stwierdzić, że odsetek osób, które deklarują brak poparcia dla wprowadzenia euro wzrasta w ostatnich latach. W 2003 roku 61% respondentów wypowiedziało się przeciwko wprowadzeniu wspólnej waluty, 33% za wprowadzeniem, a 7 % osób nie miało zdania²⁴. Natomiast w roku 2009 odsetek osób, które zagłosowałyby „przeciw” wzrósł o 14 punktów procentowych do poziomu 75%, poparcie dla euro spadło do poziomu 23% i tylko 2% respondentów stwierdziło, iż w tej sprawie nie mają zdania²⁵. Tym samym oznacza to, że obnażenie słabości niektórych gospodarek strefy euro, jak i pogorszenie wskaźników

²⁴ *The Euro*, You Gov Survey Results, June 2003, www.yougov.com, 10.06.2010.

²⁵ *ICM Poll for The Taxpayers Alliance*, May 2009, www.icmresearch.co.uk, 10.06.2010.

gospodarczych Wielkiej Brytanii przełożyło się na jeszcze niższy poziom akceptacji społeczeństwa brytyjskiego dla wprowadzenia wspólnej waluty.

Nastawienie społeczeństwa nie jest tylko konsekwencją ostatnich wydarzeń. Jest to także owoc wieloletnich działań partii politycznych, które wielokrotnie demonstrowały swoją niechęć do głębokiej integracji europejskiej. Niechęć ta nie jest oczywiście zjawiskiem nowym, gdyż Wielka Brytania jest krajem o wyjątkowej historii gospodarczej posiadającym walutę, która pełniła rolę waluty światowej i wielu obywateli mogłoby się zgodzić z wypowiedzią Margaret Thatcher z 1990 roku, że funt stanowi najważniejszy wyraz suwerenności Wielkiej Brytanii²⁶.

Także dyskusja tocząca się na łamach gazet stanowi raczej jednostronną wymianę argumentów negujących wejście do strefy euro. To negatywne nastawienie środowiska dziennikarzy jest coraz częściej uważane za hamulec otwartego wymiany poglądów w tej sprawie, ponieważ politycy niechętnie ujawniają odmienne zdanie w sytuacji bardzo prawdopodobnego ataku mediów²⁷. Jeśli jednak Wielka Brytania podejmie próbę wejścia do unii monetarnej to siły polityczne będą musiały wykonać ogromną pracę w celu przekonania społeczeństwa o słuszności takiej decyzji.

Bibliografia

1. *10 years of the Euro: New Perspectives for Britain*, ed. G. Bishop, W. Buiter, B. Donnelly, W. Hutton, Sarum Colourview, London 2009.
2. Allen W. A., Moessner R., *Central Bank Cooperation and International Liquidity in the Financial Crisis 2008-2009*, BIS Working Papers 2010, no. 310.
3. Annual Report 2010, London Stock Exchange Group, www.londonstockexchange.com, 07.06.2010.
4. Bożyk P., Misala J., *Integracja ekonomiczna*, PWE, Warszawa 2003.
5. Bukowski S. I., *Unia monetarna. Teoria i polityka*, Difin, Warszawa 2007.
6. DiCecio R., Nelson E., *Euro Membership as UK Monetary Policy Option: Results from the Structural Model*, NBER Working Paper 2009, no. 14894.
7. *Economic Contribution of UK Financial Services 2008*, International Financial Services London Research, December 2008.
8. *Economic Contribution of UK Financial Services 2009*, International Financial Services London Research, December 2009.

²⁶ R. DiCecio, E. Nelson, *Euro Membership as UK Monetary Policy Option: Results from the Structural Model*, NBER Working Paper 2009, no. 14894.

²⁷ Szerzej: Bassett R., *Winning Hearts and Minds: The Battle for British Public Opinion*, [w:] *10 years of the Euro: New Perspectives for Britain*, op. cit., s. 14–17.

9. *European Economic Integration*, (ed.) F. McDonald, S. Dearden, 4 ed., FT Prentice Hall, Essex 2005.
10. Grauwe P., *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2003.
11. *ICM Poll for The Taxpayers Alliance*, May 2009, www.icmresearch.co.uk, 10.06.2010.
12. Krugman P., Obstfeld M., *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*, Tom 2, PWN, Warszawa 2007.
13. Mongelli F. P., *What is European Economic and Monetary Union Telling Us About the Properties of Optimum Currency Areas?*, *Journal of Common Market Studies*, 2005, no. 3.
14. Plümper T., Troeger V. E., *Fear of Floating and the External Effects of Currency Unions*, *American Journal of Political Science* 2008, Vol. 52, No. 3.
15. Pszczółka I., *Euro a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu, Warszawa 2006.
16. *The Euro*, You Gov Survey Results, June 2003, www.yougov.com, 10.06.2010.
17. *The Five Test Framework*, HM Treasury, London 2003.

Urszula Mrzygłód

(Summary)

In this paper the problem of UK entry into the euro zone and the integration of financial markets was discussed. The first part is devoted to the main arguments of entry to the monetary union. The problem of increased convergence of business cycles of Great Britain and the euro area, the external effects of monetary union and autonomy of monetary policy were raised in this section. The rest focused on the importance of financial markets in the economy and the expected consequences of the integration of financial markets. It was also stressed that the very low support for the idea of integration in society of Great Britain will be the key factor in the forthcoming years.