

Rynek papierów dłużnych w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej

Adam Samborski

Uwagi wstępne

Rynek papierów dłużnych, będący częścią całego systemu rynkowego, jest jednym z podstawowych elementów nowoczesnej gospodarki rynkowej. Stanowi ważne narzędzie redystrybucji środków, umożliwiające z jednej strony pokrycie zwiększonego okresowo zapotrzebowania na środki finansowe, z drugiej zaś dokonanie korzystnej lokaty.

Na funkcjonowanie rynku papierów dłużnych w Europie niewątpliwie wpłynęła integracja walutowa. Właśnie w tym segmencie rynku papierów wartościowych, który już wcześniej miał charakter międzynarodowy, można zauważyć najszybciej zachodzące zmiany. Wprowadzenie euro wpływa nie tylko na eliminację ryzyka walutowego, ale również dynamizuje przepływ kapitału między państwami strefy euro. Pożyczkodawcy i pożyczkobiorcy z różnych regionów Europy mają nowe możliwości dywersyfikowania strategii finansowych, rynków finansowych czy działalności ponadnarodowej. Miarą sukcesu euro jest obecny dynamiczny rozwój rynków finansowych krajów strefy euro. Przejawia się to m.in. tym, że obecnie główną przesłanką inwestowania w papiery wartościowe nie jest kraj pochodzenia emitenta, lecz stopień jego wiarygodności kredytowej. Takie podejście pozwala na budowanie strategii inwestycyjnych i finansowych o charakterze ponadnarodowym.

Rynek papierów dłużnych w krajach UGW

W ostatniej dekadzie minionego stulecia nastąpił gwałtowny rozwój rynku papierów dłużnych w krajach strefy euro. Wartość papierów dłużnych rezydentów EMU¹ wzrosła prawie 3,5-krotnie od 1989 do 2003 r. (z 2.470 mld EUR w grudniu 1989 r. do 8.403 mld EUR w marcu 2003 r.). Ponad 90% rynku stanowią papiery dłużne denominowane w euro (7.659 mld EUR w końcu marca 2003 r. – por. tabela 4).

Rynek papierów dłużnych, denominowanych w euro, zdominowany jest przez emitentów z sześciu państw: Niemiec, Włoch, Francji, Holandii, Hiszpanii i Belgii. Łączna wartość papierów dłużnych emitentów tych państw stanowiła ponad 92% rynku (por. tabela 1).

Podstawowym uczestnikiem rynku papierów dłużnych są rządy centralne państw członkowskich UGW. Sektor rządowych papierów dłużnych denominowanych w euro zdominowali emitenci z Włoch, Niemiec i Francji. Udział tej grupy emitentów w rynku rządowych papierów dłużnych denominowanych w euro na koniec marca 2003 r. wyniósł ponad 71% (por. tabela 1). W latach 1998-2003 zmalał jednak udział papierów rządów centralnych w rynku papierów dłużnych: z 53,1% na koniec grudnia 1998 r. do 45,9% na koniec

¹ EMU – Economic and Monetary Union (Unia Gospodarcza i Walutowa).

Tabela 1 Wartość papierów dłużnych denominowanych w euro na koniec marca 2003 r. (mld EUR, wartość nominalna)

Kraj	Papiery ogółem	Papiery krótkoterminowe ¹	Papiery długoterminowe ¹	Rządowe ogółem	MFI ²	NMFC ³	NFC ⁴
Niemcy	2360,3	114,9	2245,4	899,6	1381,5	0	79,2
Włochy	1622,8	133,2	1489,6	1120,9	370,4	95,4	36,1
Francja	1568,8	317,5	1251,3	777,3	494,9	30,3	266,3
Holandia	701,8	50,0	651,8	196,4	145,4	318,2	41,8
Hiszpania	458,1	63,8	394,3	313,8	81,6	47,3	15,4
Belgia	342,4	46,4	296,0	245,7	68,9	4,2	23,6
Austria	214,7	5,3	209,4	115,9	92,1	2,1	4,6
Grecja	127,0	2,3	124,7	126,3	0,5	0	0,2
Portugalia	107,8	11,6	96,2	62,3	27,9	2,1	15,5
Finlandia	89,5	27,7	61,8	50,4	24,8	0	14,3
Luksemburg	42,5	10,9	31,6	0,6	41,9	0	0
Irlandia	23,5	0,0	23,5	23,5	0	0	0
Ogółem	7659,2	783,6	6875,6	3932,7	2729,9	499,6	497,0

Uwagi:

- Zgodnie ze standardami Europejskiego Systemu Rachunków ESA'95, krótkoterminowymi papierami wartościowymi są papiery wartościowe o pierwotnym terminie umorzenia jeden rok lub krótszym (w wyjątkowych przypadkach dwa lata lub mniej), nawet jeżeli zostały wyemitowane z możliwością przedłużenia terminu umorzenia. Wszystkie pozostałe papiery wartościowe są klasyfikowane jako długoterminowe.
- MFI – Monetary Financial Institutions – pieniężne instytucje finansowe (EBC, banki centralne krajów członkowskich (S121), inne pieniężne instytucje finansowe (S122), Eurosystem).
- NMFC – Non-Monetary Financial Corporations – niepieniężne przedsiębiorstwa finansowe (inni pośrednicy finansowi (S123), pomocnicze instytucje finansowe (S124), towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (S125)).
- NFC – Non-Financial Corporations – przedsiębiorstwa o charakterze niefinansowym (S11).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: European Central Bank Securities Issues Statistics, June 2003, www.ecb.int

marca 2003 r. (porównaj tabela 4). W tym samym okresie zwiększyła się natomiast aktywność emitentów prywatnych. Przyczyn tego zjawiska wielu ekonomistów upatruje w zmniejszeniu aktywności sektora publicznego przy rosnącej liczbie inwestorów, wprowadzeniu euro, fali przejęć i fuzji oraz rozwoju branży TMT (Technologia, Media, Telekomunikacja) – m.in. koszty zakupu licencji UMTS.

Na rynku papierów dłużnych, zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym, w ostatnich latach można zaobserwować tendencję do wzrostu wartości przeciętnej emisji. W sektorze publicznym oferowanie większych emisji jest często wyrazem troski władz publicznych o płynność rynku w sektorze prywatnym oferowanie większych emisji jest natomiast konsekwencją zwiększenia rozmiarów rynku.

Na rynku papierów dłużnych można ponadto zaobserwować wzrost konkurencji, będący w dużej mierze konsekwencją wprowadzenia euro. W sektorze publicznym od czasu wprowadzenia euro, rządy centralne przestały być monopolistą na rynku waluty narodowej. Obecnie muszą między sobą konkurować na rynku papierów dłużnych denominowanych w euro. Konsekwencją tego są liczne udogodnienia prawne, z jednej strony przynoszące korzyści inwestorowi, z drugiej strony ułatwiające wprowadzanie papierów rządowych na rynek. Wzrost konkurencji zaobserwować można również w sektorze prywatnym. Przede wszystkim jest on konsekwencją wzrostu liczby remitentów, powodującego

zwiększenie konkurencji pod względem oferowanych produktów dłużnych (z roku na rok jest ich więcej).

Publiczny sektor emituje zazwyczaj papiery wartościowe o stałej stopie procentowej, podczas gdy sektor prywatny stara się jak najczęściej oferować papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu. Instytucje finansowe koncentrują się na rynku krótko- i długoterminowych papierów dłużnych, podczas gdy emitenci z sektora niefinansowego koncentrują się na rynku średnioterminowych papierów dłużnych.

Na rynku papierów skarbowych krajów UGW w wyniku wprowadzenia euro rządy krajów członkowskich UGW rozpoczęły programy umarzania papierów dłużnych, starając się ograniczać zadłużenie. W wyniku narastającej konkurencji o inwestora, adaptują też nowe techniki i strategie wprowadzania papierów skarbowych na rynek. Wielu analityków sądzi, że w wyniku wprowadzenia wspólnej waluty amerykańskie papiery skarbowe przestaną być postrzegane jako najbezpieczniejsza inwestycja, co więcej – zwiększy się płynność papierów skarbowych krajów strefy euro, a w konsekwencji obniżą się oczekiwania inwestorów co do oferowanych przez te kraje stóp zwrotu.

Wyniki gospodarcze w latach 1999–2000 w krajach Unii Europejskiej, a w szczególności w krajach strefy euro zaskoczyły wielu obserwatorów. Deficyt budżetowy ogółu krajów UGW spadł z 2,1% PKB w 1998 r. do 1,2% PKB w 1999 r. Ponadto w 2000 r. sześć krajów strefy euro zbilansowało budżety, a niektóre odno-

owały nawet nadwyżkę budżetową (Belgia, Niemcy, Irlandia, Luksemburg, Holandia, Finlandia). Lepsze wyniki gospodarcze w UGW miały ogromny wpływ na aktywność sektora publicznego na rynkach papierów wartościowych. W 1999 r. rządy państw członkowskich UGW wyemitowały papiery dłużne na kwotę ponad 1.111 mld EUR, podczas gdy w 2000 r. jedynie 981 mld EUR (por. tabela 4). Redukcja ta wiązała się jednak nie tylko z lepszymi wynikami gospodarczymi w UGW, ale również z przewidywanymi wpływami ze sprzedaży licencji na UMTS².

Wraz z pogarszaniem się koniunktury w gospodarce krajów strefy euro w latach 2001–2002 nastąpił jednak wzrost emisji brutto papierów dłużnych (1.080 mld EUR, 1.290 mld EUR). Ponadto w 2002 r. nastąpił gwałtowny wzrost emisji netto, świadczący o zwiększaniu aktywności państw członkowskich UGW na rynku papierów dłużnych (por. tabela 4).

Oczekiwanym efektem wprowadzenia euro było zintensyfikowanie bezpośredniej konkurencji między krajami UGW o tej samej wiarygodności kredytowej. Kraje strefy euro emitując papiery dłużne niejednokrotnie konkurują między sobą o tego samego inwestora, wprowadzając liczne udogodnienia i psując tym samym rynek. Np. w 2000 r. 1/3 nabywców francuskich obligacji rządowych stanowili nierezydenci, czyli dwa razy więcej niż w 1997 r. Podobnie było w przypadku belgijskich obligacji rządowych – w 2000 r. nierezydenci stanowili aż 53% inwestorów, czyli znacznie więcej niż w 1997 i 1998 r., kiedy stanowili niespełna 29%.

W krajach UGW, mimo licznych prób nie stworzono dotąd jednego wspólnego rynku rządowych papierów dłużnych, na którym obowiązywałyby te same reguły. Występują np. dosyć znaczne różnice w ocenie wiarygodności kredytowej poszczególnych państw. Inaczej są bowiem oceniane Hiszpania, Grecja czy Portugalia, a inaczej Niemcy, Holandia czy Francja. Należy tutaj jednak wspomnieć o propozycjach z 1999 r. ustanowienia jednej ponadnarodowej agencji, która miałaby emitować papiery dłużne w imieniu rządów. Wprowadzono by zasadę odpowiedzialności zbiorowej z tytułu niejako wspólnego zadłużenia. Propozycje te jednak spotkały się z dużym sceptycyzmem i dlatego też nie wprowadzono ich w życie. Nie znaczy to oczywiście, że rządy poszczególnych krajów strefy euro wcale ze sobą nie współpracują. Wręcz przeciwnie – pojawiają się różne formy współpracy niesformalizowanej. Kraje z tej samej grupy ryzyka starają się używać podobnych instrumentów dłużnych, podobnych zasad

kalkulowania kuponu, zbliżonych procedur plasowania papierów wartościowych na rynku. W praktyce ustala się więc wspólne kalendarze emisji czy wspólne warunki emisji (np. taka sama data umorzenia, wielkość oprocentowania, takie same warunki techniczne wprowadzania obligacji na rynek). Tego typu współpracę podjęły rządy Austrii i Niemiec, ustalając bardzo często te same warunki emisji dla obligacji o tej samej dacie umorzenia. Co więcej, Komitet Ekonomiczny i Finansowy (EFC) Unii Europejskiej powołał Grupę Unijnych Bonów i Obligacji Skarbowych, której zadaniem ma być harmonizowanie emisji papierów dłużnych sektora publicznego denominowanych w euro. Grupa ta nie ma jednak formalnych uprawnień do koordynowania emisji i jest niejako organem doradczym.

W wyniku wprowadzenia euro tradycyjnym rynkiem krajowym stał się rynek UGW. Na rynkach krajowych coraz częściej pojawiają się dealerzy rynku pierwotnego niebędący rezydentami rynku, na którym zaczynają działać. Można tu podać przykład Hiszpanii, gdzie w 1998 r. nie było dealerów rynku pierwotnego – nierezydentów, podczas gdy już w 2000 r. było ich 12.

Kolejnym efektem wprowadzenia euro jest wzrost wartości poszczególnych emisji papierów skarbowych. Już w końcu 1999 r. wartość 10-letnich obligacji francuskich, niemieckich, hiszpańskich (kolejno około: 20, 20 i 16 mld EUR), oferowanych w ramach jednej emisji odpowiadała przeciętnej wartości emisji papierów skarbowych USA (około 23 mld USD). Konsekwencją wzrostu wartości pojedynczych emisji jest spadek liczby organizowanych aukcji. W Belgii w 2000 r. liczba zorganizowanych aukcji spadła np. z 12 do 5.

W ostatnich latach na skarbowym rynku papierów dłużnych nasiliła się aktywność agencji rządowych zarządzających długiem narodowym. W maju 1999 r. Irlandzka Agencja Zarządzania Skarbem Państwa dokonała zamiany obligacji notowanych na giełdzie papierów wartościowych na nowe obligacje o zapadalności 3, 5, 10 i 16 lat. W Hiszpanii między czerwcem a listopadem 2000 r. dokonano zamiany obligacji o małej płynności, o datach umorzenia 2001–2003, na obligacje 3-, 5- i 10-letnie. W Finlandii natomiast programem zamiany objęto aż 15% obligacji będących w obiegu. Najbardziej spektakularnym programem restrukturyzacji zadłużenia był jednak program rządu holenderskiego podjęty w 1999 r. Wartość programu oszacowano na 27 mld EUR.

W poszczególnych krajach UGW stosuje się różne techniki plasowania papierów skarbowych na rynku. I tak np. w przypadku obligacji, duże kraje zazwyczaj większość emisji plasują poprzez aukcje, mniejsze natomiast obok aukcji wykorzystują często metodę plasowania poprzez syndykaty. Zasady emisji obligacji w krajach strefy euro, poza nielicznymi wyjątkami, podporządkowane zostały więc specyficznym wymaganiom pierwotnych rynków krajowych. Wprowadzenie

² Wpływy ze sprzedaży licencji na UMTS bardzo się różniły w poszczególnych krajach. W Finlandii, Hiszpanii i we Francji wpływy były znikome (na przetargach przyjęto zasadę „konkursów piękności”), inaczej było natomiast w Niemczech (wpływy 50,5 mld EUR, co stanowiło 2,6% PKB), w Holandii (2,7 mld EUR), i we Włoszech (13,5 mld EUR). Bardzo duże wpływy ze sprzedaży licencji na UMTS odnotowano również w Wielkiej Brytanii (22,5 mld GBP).

Tabela 2 Średni okres życia rządowych papierów dłużnych na rynkach krajowych na koniec grudnia 2000 r. (papiery długo- i krótkoterminowe)

Kraj	Średni okres życia
Wielka Brytania	11,0
Niemcy	6,8
Holandia	6,3
Irlandia	6,3
Austria	6,2
Francja	6,2
Belgia	6,1
Włochy	6,1
Hiszpania	5,5
Grecja	5,2
Szwecja	5,0
Dania	4,8
Finlandia	4,8
Portugalia	4,7
Luksemburg	4,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *The euro bond market. European Central Bank, Frankfurt am Main, July 2001, s. 10, www.ecb.int*

euro w tym obszarze zmieniło raczej niewiele, poza tym, że zaczęto dostrzegać problem ujednolicenia zasad emisji.

W ostatnich latach znacznie się poprawiły kontakty z inwestorami. Zaczęto publikować kalendarze emisji. Przy sprzedaży papierów skarbowych wprowadzono ponadto elektroniczne systemy ofert, co pozwoliło zredukować koszty inwestorów i ryzyko związane z dotychczasowym oczekiwaniem na rezultaty aukcji. Na takie rozwiązanie zdecydowały się m.in.: Finlandia, Portugalia, Belgia i Francja. W związku z powszechnością wykorzystywania Internetu coraz częściej stosuje się również technikę „e-plasowania”. Prekursorami tego przedsięwzięcia były: Finlandia, Włochy, Portugalia i Hiszpania.

Spośród rządowych papierów dłużnych dużą popularnością oprócz instrumentów tradycyjnych, takich jak np. obligacje, cieszą się programy EMTN (średnio-terminowe noty dłużne w euro). We Włoszech wartość programów EMTN na koniec 2000 r. wynosiła 15 mld EUR (w obiegu).

Warto w tym miejscu nadmienić, że średni okres umorzenia papierów skarbowych krajów EMU wynosi 5,7 roku. Prawie dwukrotnie dłuższą datę umorzenia mają natomiast papiery skarbowe emitowane w Wielkiej Brytanii. Z jednej strony jest to konsekwencją dużego zaufania inwestorów do gospodarki brytyjskiej, znanej w świecie ze stabilności warunków gospodarowania. Z drugiej strony wynika to z dużego doświadczenia kolejnych rządów brytyjskich na rynkach papierów wartościowych.

Wprowadzenie wspólnej waluty w krajach UGW miało bardzo duży wpływ na rozwój prywatnego sektora rynku papierów dłużnych. Na koniec grudnia 1998 r.

wartość prywatnego sektora rynku papierów dłużnych w krajach strefy euro wyniosła 2.722,4 mld EUR, a na koniec marca 2003 r. już 4.355,3 mld EUR. Oznacza to prawie 60-procentowy wzrost rynku papierów dłużnych w ciągu 4 lat i 3 miesięcy. Ponad 85% rynku na koniec marca 2003 r. stanowiły papiery dłużne denominowane w euro 3.726,5 mld EUR (por. tabelę 4). Warto dodać, że na rynku długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstwa preferowały w badanym okresie emisje walorów o statusie „międzynarodowych”, natomiast instytucje finansowe wybierały raczej emisje walorów o statusie „krajowych” (często ze względu na ograniczenia prawne).

Ogromną rolę w rozwoju prywatnego sektora papierów dłużnych krajów UGW odegrały instytucje MFI (w tym banki komercyjne). Z tymi instytucjami wiąże się m.in. rozwój rynku Pfandbriefe³. Rynek papierów dłużnych sektora MFI zdominowali emitenci niemieccy, włoscy i francuscy. Udział instytucji MFI w rynku papierów dłużnych sektora prywatnego systematycznie jednakże maleje. Na koniec grudnia 1998 r. wyniósł on 82,3%, podczas gdy na koniec marca 2003 r. jedynie 73,3%. Znacząco wzrósł natomiast udział instytucji NMFC (w tym towarzystw ubezpieczeniowych): z 6,9% w końcu grudnia 1998 r. do 13,8% na koniec marca 2003 r. Wśród emitentów z sektora NMFC na rynku papierów dłużnych NMFC dominują emitenci holenderscy, włoscy i hiszpańscy. W badanym okresie wzrósł również udział w rynku papierów dłużnych sektora prywatnego przedsiębiorstw o charakterze niefinansowym: z 10,8% do 12,9% (por. tabela 4). Wśród emitentów z sektora NFC na rynku papierów dłużnych NFC dominują emitenci francuscy, niemieccy i holenderscy.

Dominacja papierów dłużnych instytucji MFI (sektora bankowego) na rynku papierów dłużnych sektora prywatnego jest widoczna we wszystkich krajach strefy euro (poza Holandią). Wynika to stąd, że banki w Europie kontynentalnej są tradycyjnie głównym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstw, a rynek papierów wartościowych wykorzystywany jest jako źródło pozyskiwania kapitału na akcję kredytową. Inaczej wygląda sytuacja np. w Stanach Zjednoczonych. W kwietniu 2000 r. Merrill Lynch przeprowadził badania, mające na celu znalezienie odpowiedzi na pytanie:

³ W Niemczech za Pfandbriefe uważa się papiery dłużne służące do refinansowania pierwszorzędnych kredytów zabezpieczonych hipoteką lub długiem hipotecznym (Pfandbriefe hipoteczne) lub do refinansowania kredytów sektora publicznego (Pfandbriefe publiczne). Stanowią one rodzaj zabezpieczonych papierów dłużnych. Mogą je emitować: prywatne banki hipoteczne na podstawie Ustawy o bankach hipotecznych; prywatne banki hipoteki morskiej na podstawie Ustawy o bankach hipoteki morskiej; instytucje kredytowe sektora publicznego na podstawie Ustawy o publicznych Pfandbriefe. W końcu grudnia 2000 r. Pfandbriefe stanowiły 36% wszystkich pozostających w obiegu obligacji na okaziciela o stałym oprocentowaniu, wyemitowanych przez rezydentów niemieckich. Sukces niemieckich Pfandbriefe na rynkach obligacji spowodował, że również w innych krajach europejskich przyjęto podobne rozwiązania prawne: w 1997 r. w Luksemburgu; w 1999 r. we Francji; w 2000 r. w Finlandii. W 1999 r. reaktywowano rynek Pfandbriefe w Hiszpanii.

ile przedsiębiorstw przemysłowych w swojej historii zdecydowało się na emisję obligacji w USA, a ile w UGW? W wyniku badań stwierdzono, że w USA aż 53% przedsiębiorstw przemysłowych emitowało obligacje, a w UGW jedynie 28%.

W sektorze prywatnym wśród pożyczkobiorców o charakterze niefinansowym dominują przedsiębiorstwa z sektora „nowej ekonomii”. Są to przede wszystkim przedsiębiorstwa telekomunikacyjne oraz związane z szeroko rozumianymi mediami. Wprowadzenie wspólnej waluty zbiegło się z ogromnym zapotrzebowaniem na fundusze finansujące wzrost czy prywatyzację wielu przedsiębiorstw narodowych. Wydano ogromne środki na rozwój telefonii komórkowej; inwestycje, koszty licencji czy na finansowanie wielkiej liczby przejęć. Przykładem może być sfinansowanie przejęcia Telecom Italia przez Olivetti poprzez emisję obligacji z 1999 r., denominowanych w euro. Była to jedna z większych emisji i opiewała na kwotę 5 mld euro. Pozyskany kapitał firma Olivetti przeznaczyła również na spłacenie kredytów konsorcjalnych.

Wspólna waluta wywarła wpływ nie tylko na rozmiary i strukturę rynku papierów dłużnych w krajach UGW, ale również na okres życia papierów dłużnych. Można zaobserwować, że na rynku długoterminowych papierów dłużnych instytucji finansowych okres życia się wydłuża, podczas gdy na rynku przemysłowych długoterminowych papierów dłużnych – skraca. Np. w 2000 r. jedynie 4% emisji przemysłowych papierów dłużnych denominowanych w euro wyemitowano z datą umorzenia przekraczającą 10 lat. Od czasu wprowadzenia euro zmieniła się też struktura emisji. Na początku 1999 r. instytucje finansowe emitowały przede wszystkim obligacje o stałym oprocentowaniu (około 75% emisji), podczas gdy w końcu 2000 r. dominowały emisje obligacji o zmiennej stopie procentowej (ponad 50% emisji). W latach 1999–2000 niewielkie znaczenie w polityce finansowej instytucji finansowych miały obligacje zamienne. Odgrywają one jednak znaczącą rolę w przypadku przedsiębiorstw przemysłowych (rocznie stanowią około 10% emisji).

W końcu lat 90. nastąpił gwałtowny wzrost rynku obligacji wysokokuponowych denominowanych w euro. Roczna wielkość emisji w latach 1999–2000 wynosiła około 20 mld euro. Kwota ta stanowi jednak jedynie 1/10 emisji obligacji wysokokuponowych denominowanych w USD. Ponadto w latach 1999–2000 na rynku obligacji wysokokuponowych w euro 50% stanowili amerykańscy inwestorzy instytucjonalni. Jest to konsekwencją m.in. tego, że rynek obligacji wysokokuponowych w Europie nie cieszy się dużym powodzeniem. Przyczyną tego jest fakt, że zarządzający kapitałem w Europie mają małe doświadczenie inwestycyjne na tym właśnie rynku. Ponadto przeszkodą w inwestowaniu w te walory niejednokrotnie są względy bezpieczeństwa czy istniejące ustawodawstwo.

Wspólna waluta wpłynęła również na funkcjonowanie wtórnego rynku długoterminowych papierów dłużnych⁴. Oczywiście już wcześniej w polityce Unii Europejskiej wobec rynków kapitałowych kładziono nacisk na liberalizację przepływów kapitałowych⁵. Wprowadzenie wspólnej waluty zlikwidowało jednak jedną z podstawowych barier ponadnarodowej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych – ryzyko walutowe. W pierwszych miesiącach po wprowadzeniu euro widoczne korzyści z geograficznego zróżnicowania emitentów osiągnęli inwestorzy na rynku obligacji rządowych. Po wprowadzeniu euro zmalał udział inwestorów krajowych w krajowym rynku obligacji publicznych⁶. Wzrósł natomiast udział w krajowym rynku obligacji publicznych inwestorów nierezydentów⁷. Należy jednak pamiętać, iż kraje strefy euro przestrzegać muszą dyscypliny finansowej, co wynika z Paktu Stabilności i Wzrostu, który wpływa na dobre oceny wiarygodności kredytowej poszczególnych krajów UGW. Dywersyfikacja geograficzna w ramach strefy euro nie zawsze ma sens, skoro poszczególne kraje oferują te same lub podobne stopy zwrotu. Należy w tym miejscu nadmienić, że rynek obligacji rządowych stanowi prawie 50% obligacji będących w obiegu. Ponadto około 80% emisji obligacji sektora prywatnego UGW to emisje podmiotów o najwyższej ocenie wiarygodności kredytowej, a więc oferujących podobne stopy zwrotu.

W praktyce istnieją jednak pewne różnice w ocenie wiarygodności kredytowej poszczególnych krajów. Nieco wyższe stopy zwrotu muszą oferować Hiszpania, Grecja czy Portugalia, a niższe np. Niemcy. Nie oznacza to oczywiście, że obligacje rządu niemieckiego nie znajdują nabywców. Wręcz przeciwnie – są one bardzo popularne wśród inwestorów m.in. ze względu na bardzo dobrze zorganizowany rynek wtórny, zapewniający wysoką płynność tym walorom.

Istotnym czynnikiem decydującym o atrakcyjności rynków papierów wartościowych jest więc ich płynność. Problem płynności rynków jest jednak nie-

⁴ W większości krajów strefy euro rynek wtórny krótkoterminowych papierów dłużnych nie odgrywa większej roli. Inwestorzy stosują bardzo często strategię „kupuj i trzymaj”. Tak jest w przypadku rynku bonów komercyjnych, gdzie inwestorzy trzymają je w swoich portfelach aż do momentu umorzenia. Z podobną sytuacją mamy do czynienia bardzo często na rynku certyfikatów depozytowych. Nie oznacza to oczywiście, iż nie są prowadzone notowania instrumentów rynku pieniężnego. W niektórych krajach instrumenty te są notowane, jednakże nieregularnie, w innych natomiast notowania odbywają się regularnie.

⁵ Np. Dyrektywa o usługach inwestycyjnych (93/22/ECC), opublikowana w 1993 r., pozwalała autoryzowanym pośrednikom finansowym działającym na terenie jednego z krajów UE bez zbędnych formalności swobodnie działać na terenie pozostałych krajów UE. Umożliwiono bezpośrednie działanie pośrednikom finansowym na każdym rynku regulowanym UE. W przypadku rynków elektronicznie regulowanych umożliwiono pośrednikom bezpośrednie działanie na tych rynkach, bez konieczności otwierania oddziału w kraju, na rynku którego przeprowadzano transakcje.

⁶ Inwestor-rezydent tego samego kraju UGW co emitent. Np. inwestor niemiecki, kraj-emitent RFN.

⁷ Zarówno ze strefy euro, jak i spoza niej.

Tabela 3 *Waluta emisji a wybór banku dokonującego emisji obligacji (bond bookrunner)*

Narodowość emitenta	Waluta emisji			
	euro	USD	wszystkie	
1. Rozkład banków: waluta emisji = kraj pochodzenia banku (w %)				
Kraje strefy euro	1996-1998	63,1	41,1	53,8
	1999-2000	60,0	39,6	55,1
USA	1996-1998	28,6	81,7	71,9
	1999-2000	26,9	79,4	71,1
Wszystkie	1996-1998	58,2	64,2	57,8
	1999-2000	53,0	69,3	58,2
2. Rozkład banków: kraj emitenta = kraj banku (w %)				
Kraje strefy euro	1996-1998	35,4	19,2	28,1
	1999-2000	42,1	22,3	26,6
USA	1996-1998	44,5	81,7	74,2
	1999-2000	53,5	79,4	75,2
Wszystkie	1996-1998	27,7	38,6	32,1
	1999-2000	36,3	51,2	41,5

Rozkład 1: np. w latach 1996-1998 banki amerykańskie obsługiwały 41,1% emisji dolarowych emitentów strefy euro.

Rozkład 2: np. w latach 1996-1998 19,2% emisji obligacji dolarowych emitentów krajów strefy euro obsługiwały banki z tego samego kraju co kraj emitenta. Dane za 2000 r. obejmują jedynie pierwszy kwartał.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: G. Galati, K. Tsatsaronis: *The impact of the euro on Europe's financial markets. BIS Working Papers No. 100, July 2001, s. 16, www.bis.org.*

zwykle złożony. Trudno bowiem uchwycić różnice w płynności między poszczególnymi rynkami. Niemniej jednak jednym z czynników świadczących o płynności rynku są jego obroty. Analizując wielkość obrotów rynku wtórnego obligacji skarbowych krajów strefy euro, można zaobserwować stałą tendencję wzrostową. Na przykład w latach 1997–2000 nastąpił ponad trzykrotny wzrost obrotów popularnych francuskich obligacji skarbowych.

W ostatnich latach nastąpiły również istotne zmiany w infrastrukturze rynku papierów dłużnych w krajach strefy euro. W różnym stopniu zmiany te dotknęły rynku detalicznego i rynku hurtowego.

W przypadku detalicznego rynku papierów dłużnych wprowadzenie euro nie wywołało istotnych zmian. Należy pamiętać, że już na początku trzeciego etapu UGW prawie wszystkie rynki detaliczne używały elektronicznych platform obrotu⁸. Ponadto na rynkach detalicznych notowane są różne produkty (obligacje, akcje itd.). Z tego powodu w praktyce niejednokrotnie niemożliwe jest bezpośrednio przypisanie skutków integracji tylko jednemu segmentowi, tj. rynkowi obligacji. Oczywiście pojawiły się obligacje notowane równocześnie w kilku krajach. Przykładem mogą być niektóre włoskie instrumenty rynku papierów dłużnych, początkowo notowane poza Włochami, a obecnie także na giełdzie we Włoszech (rynek EuroMOT).

Wprowadzenie euro zbiegło się przede wszystkim ze zmianami na hurtowych rynkach papierów dłużnych. W końcu 1998 r. większość rynków hurtowych stanowiły tzw. rynki telefoniczne. Wyjątkiem były: włoski rynek

MTS i grecki HDAT. W tym okresie nastąpił jednak znaczący wzrost liczby uczestników rynków papierów dłużnych (emitentów, pośredników, inwestorów). Pojawiła się zatem potrzeba wykorzystywania środków transmisji danych efektywniejszych niż telefon. Na hurtowych rynkach papierów dłużnych zaczęto więc wprowadzać wiele innowacji technologicznych. Zmiany te nie były jednak związane bezpośrednio z wprowadzeniem euro; były one raczej konsekwencją ogólnoświatowej tendencji do tworzenia elektronicznych rynków hurtowych (m.in. na rynku amerykańskim). Na koniec 2000 r. grupa MTS składała się już z 5 „narodowych” rynków MTS (Włochy, Holandia, Francja, Belgia, Portugalia) oraz londyńskiego rynku EuroMTS. Zmiany zaszły również na rynku hiszpańskim, gdzie w 1999 r. wdrożono elektroniczną platformę obrotu hiszpańskimi papierami dłużnymi (Senaf). W Niemczech natomiast platformę hurtowych transakcji wdrożono w 2000 roku (Eurex Bonds). Oprócz inicjatyw narodowych mających na celu tworzenie elektronicznych platform obrotu warto przypomnieć inicjatywy ponadnarodowe. Przykładem może być stworzenie Elektronicznej Sieci Komunikacji (ECN), umożliwiającej obrót papierami skarbowymi zarówno europejskimi, jak i amerykańskimi. Warto również wspomnieć o rozwoju nowej jakości platform obrotu, umożliwiających inwestorom instytucjonalnym jednocześnie śledzenie cen papierów wartościowych u kilku pośredników finansowych⁹.

Podstawowe znaczenie dla sprawnego działania rynków papierów dłużnych w krajach Unii Europejskiej mają funkcjonujące tam systemy kliringowe i rozrachunkowe. W krajach UE mamy do czynienia z dużą różnorodnością funkcjonujących kliringowych i rozrachunkowych.

⁸ Proces wprowadzania euro podzielono na trzy etapy: I etap (1990 r.) – liberalizacja przepływu kapitału w UE, wzmocnienie koordynacji polityki gospodarczej; II etap (1994 r.) – powstanie Europejskiego Instytutu Walutowego we Frankfurcie, dalsza koordynacja wspólnej polityki gospodarczej; państwa członkowskie starają się wypełnić kryteria zbieżności; III etap (1999 r.) – powstanie Europejskiego Systemu Banków Centralnych z Europejskim Bankiem Centralnym na czele. Rozpoczęcie trójfazowego procesu wprowadzania euro.

⁹ Elektroniczne platformy obrotu można podzielić na: platformy typu inter-dealer i dealer-to-customer, jak również na: platformy działające jako rynki regulowane (np. rynki MTS, których zasady działania określone są w Dyrektywie o usługach inwestycyjnych UE) i platformy działające jako przedsiębiorstwa świadczące usługi inwestycyjne.

Tabela 4 Papiery dłużne rezydentów strefy euro (wartości nominalne)

Lata	Wszyscy emitenci	Wszyscy emitenci w euro ¹	Wszyscy emitenci - emisje długoterminowe ²	Wszyscy emitenci - emisje krótkoterminowe ²	MFI ³	NMFC ⁴	NFC ⁵	Rząd centralny ⁶	Władze lokalne ⁷
Papiery dłużne rezydentów strefy euro (w obiegu w mld EUR, stan na koniec miesiąca)									
XII 1998	6019,8	5620,9	5466,9	552,9	2237,8	189,1	295,5	3197,6	99,8
XII 1999	6623,5	6124,7	5996,3	627,2	2549,0	282,3	349,8	3338,4	104,0
XII 2000	7098,8	6479,9	6444,7	654,1	2770,6	362,6	428,6	3423,3	113,7
XII 2001	7729,5	7019,6	7029,7	699,8	2980,1	474,0	520,9	3615,4	139,1
XII 2002	8167,7	7444,1	7384,3	783,4	3127,1	578,1	532,8	3751,6	178,1
III 2003	8403,4	7659,3	7529,7	873,7	3194,5	598,2	562,6	3857,2	190,9
Emisje brutto papierów dłużnych rezydentów strefy euro (w mld EUR)									
1998	3174,8	3016,4	1181,3	1993,5	1422,6	69,6	416,9	1237,6	28,1
1999	3715,0	3514,9	1423,2	2291,8	1917,0	161,3	493,7	1111,2	31,8
2000	4775,9	4375,9	1407,7	3368,2	2828,1	219,2	707,8	980,8	40,0
2001	6735,6	6237,0	1621,8	5113,8	4367,9	268,2	965,4	1080,5	53,6
2002	6596,2	6148,7	1618,2	4978,0	4197,3	215,0	816,8	1289,9	77,2
Emisje netto* papierów dłużnych rezydentów strefy euro (w mld EUR)									
1998	301,1	273,6	314,6	-13,5	128,7	24,7	12,6	133,5	1,6
1999	536,1	491,9	468,6	67,5	282,4	84,9	52,4	112,4	4,0
2000	447,2	346,4	430,1	17,1	192,1	83,0	79,2	82,1	10,8
2001	513,4	391,8	485,5	27,9	186,8	113,3	69,4	96,5	26,1
2002	499,4	425,4	410,4	89,0	176,1	116,5	18,5	149,1	39,2

¹ Obejmuje papiery dłużne denominowane w euro i w walutach zastąpionych przez euro.

² Zgodnie ze standardami Europejskiego Systemu Rachunków ESA'95, krótkoterminowymi papierami wartościowymi są papiery wartościowe o pierwotnej dacie umorzenia jeden rok lub mniej (w wyjątkowych przypadkach dwa lata lub mniej), nawet jeżeli zostały wyemitowane z możliwością przedłużenia daty umorzenia. Wszystkie pozostałe papiery wartościowe są klasyfikowane jako długoterminowe.

^{3, 4, 5} Patrz tabela 1.

⁶ Rządy centralne (S1311).

⁷ Władze lokalne – rządy stanowe (S1312), rządy lokalne (S1313), fundusze bezpieczeństwa społecznego (S1314).

* Emisje netto = emisje brutto – umorzenia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: European Central Bank Securities Issues Statistics, June 2003, www.ecb.int.

Do tej pory nie stworzono jednego wspólnego systemu nawet dla rynku obligacji denominowanych w euro. Pojawia się jednak wiele przedsięwzięć mających na celu stworzenie takiego systemu. Można tu wymienić działania dwóch izb rozliczeniowych, Clearnet i Londyńskiej Izby Rozrachunkowej (LCH), oferujących usługi w nowszych segmentach rynku obligacji denominowanych w euro czy na rynku transakcji repo. Można również wspomnieć o Eurex Clearing AG, który rozpoczął oferowanie usług poza swoim tradycyjnym rynkiem niemieckich obligacji skarbowych. Przeprowadzono również wiele fuzji depozytowo-rozliczeniowych. Połączyły się np. Cedel i Deutsche Börse Clearing (DBC), tworząc Clearstream International, jak również Euroclear, CBISSO i Sicovam, tworząc grupę Euroclear. Jednak tylko część ekonomistów jest zdania, że na rynku obligacji denominowanych w euro należy stworzyć jeden wspólny system kliringowy i rozrachunkowy. Wielu uważa, że większe korzyści może przynieść rynkowi różnorodność, a zmiany na tym obszarze powinny iść w kierunku tworzenia systemów kliringowych i rozrachunkowych przy platformach obrotu papierami wartościowymi.

Wspólna waluta miała również duży wpływ na zmiany warunków działalności banków inwestycyjnych w Europie kontynentalnej. Jest to konsekwencją nie tylko wzrostu wielkości emisji obligacji, ale rów-

nież wzmożonej aktywności amerykańskich banków inwestycyjnych w Europie. Tabela 3 pokazuje zmiany zachodzące na rynku usług subskrypcyjnych. Od czasu wprowadzenia wspólnej waluty europejscy emitenci obligacji denominowanych w euro częściej wybierali banki¹⁰ z kraju pochodzenia, a mniej korzystali z banków z krajów strefy euro. Tendencja do odwracania się od europejskich banków inwestycyjnych jest silniejsza wśród emitentów amerykańskich obligacji euro. Rezultatem tego jest spadek wpływów europejskich banków inwestycyjnych z tytułu opłat subskrypcyjnych. Średnia opłata underwritingowa dla obligacji euro na rynkach międzynarodowych spadła w latach 1997-2000 z 150 punktów do 25 punktów, osiągając tym samym poziom opłat dla obligacji dolarowych. Santos i Tsatsaronis (2001) obliczyli, że w wyniku ustanowienia UGW nastąpiła redukcja opłat underwritingowych o około 80 punktów bazowych.

Wraz z rozwojem rynku papierów dłużnych rozwinął się również rynek instrumentów pochodnych. Nastąpił wzrost rynku transakcji typu *futures* na obligacje denominowane w euro. Dużym powodzeniem cieszą się kontrakty na niemieckie obligacje rządowe, notowane na giełdzie derywatów Eurex. Rozwinął się również ry-

¹⁰ Bookrunner: bank-emitent, wprowadzający obligacje na rynek.

nek transakcji typu swap na stopy procentowe. Rozwój tego rynku w dużej mierze dotyczy sektora prywatnego.

Podsumowanie

Wprowadzenie euro miało zasadniczy wpływ na poprawę płynności i głębi rynków papierów dłużnych w krajach UGW. Nie usunęło jednak wszystkich barier integracji rynku papierów dłużnych. Na początku trzeciego etapu UGW oczekiwano, że rozpiętość dochodów z papierów skarbowych krajów strefy euro bardzo szybko zacznie się zmniejszać. Oczekiwania rozminęły się jednak z rzeczywistością, a znaczne różnice dalej istnieją. Ponadto występują dość duże różnice w stopniu integracji rynku krótkoterminowych papierów dłużnych i rynku długoterminowych papierów dłużnych. Stopień integracji rynku krótkoterminowych papierów dłużnych jest zasadniczo mniejszy niż w przypadku rynku papierów długoterminowych. Wynika to m. in. z faktu, że rynek krótkoterminowych papierów dłużnych jest w większym stopniu rynkiem narodowym. Ponadto w niektórych krajach UGW jest on jedynie namiastką rynku, z nielicznymi transakcjami przeprowadzanymi na rynku narodowym. Należy również pamiętać o tym, że inwestycje o charakterze ponadnarodowym w krótkoterminowe papiery wartościowe są rzadsze niż w przypadku papierów długoterminowych, stąd mniejsza jest potrzeba integracji tego rynku.

Trzeba również zwrócić uwagę na różnorodność rozwiązań prawnych (istnieją np. różnice w rozwiązaniach podatkowych, związane zarówno z wysokością, jak i rodzajem stosowanych podatków), różnorodność infrastruktury, brak harmonizacji reguł obrotu oraz brak harmonizacji systemów rozliczeniowych. Różnorodność ta hamuje procesy integracyjne. Ponadto przeszkodą w integracji rynków papierów dłużnych są koszty administracyjne, które muszą ponieść podmioty inwestujące poza macierzystym krajem¹¹. Problemem

¹¹ Nie sposób nie wspomnieć w tym miejscu o działalności grupy Giovanni'ego, którą pierwotnie powołano jako doradcę Komisji w przygotowaniach do 3 etapu UGW. Obecne działania grupy koncentrują się na funkcjonowaniu rynków kapitałowych w Unii Europejskiej. W jednym z przygotowanych raportów zwrócono uwagę na ogromny wpływ systemów kliringowych i rozrachunkowych na sprawne funkcjonowanie paneuropejskiego rynku papierów wartościowych. Zwrócono uwagę na dużą fragmentaryzację systemów i co z tym się wiąże – relatywnie wyższe koszty obrotu papierami wartościowymi w Europie niż np. w USA (19 narodowych centralnych depozytów papierów wartościowych CSRS, 2 międzynarodowe ICSDs). Ten dodatkowy koszt, związany z transakcjami paneuropejskimi, który ponoszą uczestnicy

jest również stosunkowo mała liczba przedsiębiorstw pozyskujących środki finansowe na rynkach papierów wartościowych (w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi). Istnieją również poważne ograniczenia prawne hamujące swobodny przepływ kapitału. Przykładem może być Belgia, gdzie belgijskie fundusze emerytalne muszą część aktywów inwestować na belgijskim rynku obligacji. Innym przykładem może być Francja, w której stowarzyszenia, publiczne i częściowo publiczne instytucje muszą inwestować część aktywów we francuskie obligacje skarbowe. Przeszkodą w osiągnięciu pełnej integracji są niekiedy również uczestnicy rynku, dążący do maksymalizacji korzyści wynikających z różnorodności, a zupełnie pomijając w swych działaniach wspieranie procesów integracyjnych.

Mimo wielu barier, rynek papierów wartościowych w UGW będzie jednakże ewoluował w kierunku rynku ujednoliconego zarówno pod względem prawnym, jak i organizacyjnym. Zmiany muszą jednak dotyczyć nie tylko otoczenia organizacyjnego i prawnego, lecz także szeroko rozumianej kultury inwestowania. Europejczycy muszą zacząć myśleć nie w kategoriach narodowych, a w kategoriach interesu ogólnoeuropejskiego. Należy bowiem pamiętać o tym, że podnoszenie efektywności gospodarki europejskiej jest warunkiem koniecznym sprostania globalnej konkurencji, a tym samym stabilnego rozwoju całej gospodarki europejskiej¹².

rynków papierów wartościowych, obniża skłonność do zawierania transakcji ponadnarodowych w ramach Unii Europejskiej. Zidentyfikowano 15 barier efektywnego rozliczania transakcji paneuropejskich. 10 barier wynika z narodowych różnic technologicznych i praktyk rynkowych, 2 bariery związane są z różnymi krajowymi procedurami podatkowymi, a 3 bariery wynikają z prawnej niepewności (m. in. brak jasnej interpretacji przepisów).

¹² Wraz z rozwojem gospodarki powinno spaść bezrobocie.

The euro bond market. European Central Bank, Frankfurt am Main, July 2001, s. 5-33, www.ecb.int; European Central Bank: *The euro money market.* European Central Bank, Frankfurt am Main, July 2001, s. 14-7, www.ecb.int; European Central Bank *Securities Issues Statistics*, June 2003, www.ecb.int; G. Galati, K. Tsatsaronis: *The impact of the euro on Europe's financial markets.* BIS Working Papers No. 100, July 2001, s. 5-16, www.bis.org; A. Samborski: *Rynki papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej.* AE Katowice, w przygotowaniu; A. Samborski: *Rynki kapitałowe w krajach strefy euro.* „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” nr 1/2003.; J. Santillán, M. Bayle, C. Thyesen: *The impact of the euro on money and bond markets.* European Central Bank, Occasional Paper Series, Frankfurt am Main, July 2000, s. 25-52, www.ecb.int. P. Hartmann, A. Maddaloni, S. Manganelli: *The euro area financial system: structure, integration, and policy initiatives.* European Central Bank, Working Paper Series No. 230, May 2003, s. 39-41, www.ecb.int

Literatura

1. W.F. Duisenberg: *Financing in the European capital markets*, www. ecb. int
2. W.F. Duisenberg: *The integration of Europe's financial markets*. BIS Review 58/2002, www. bis. org
3. W.F. Duisenberg: *The international role of the euro*. BIS Review 72/2000, www. bis. org
4. W.F. Duisenberg: *The role of capital markets and financing in the euro area*. BIS Review 69/1999, www. bis. org
5. European Central Bank Securities Issues Statistics, June 2003, www. ecb. int
6. European Central Bank: *The euro bond market*. European Central Bank, Frankfurt am Main, July 2001, www. ecb. int.
7. European Central Bank: *The euro money market*. European Central Bank, Frankfurt am Main, July 2001, www. ecb. int.
8. G. Ferrarini: *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*. Kluwer Law International, London, The Hague, Boston, 1998.
9. G. Galati, K. Tsatsaronis: *The impact of the euro on Europe's financial markets*. BIS Working Papers No 100, July 2001, www. bis. org
10. D. Gros, K. Lannoo: *The Euro Capital Market*. John Wiley and Sons, Chichester, New York, Weinheim, Brisbane, Singapore, Toronto 2000.
11. D. Haferkamp: *European capital markets in the first year of EMU*. BIS Review 101/1999.
12. S. Hamalainen: *Integration of the euro area financial markets*. www. ecb. int.
13. S. Hamalainen: *Structural developments of the European financial markets: The role of the euro*. www. ecb. int.
14. P. Hartmann, A. Maddaloni, S. Manganelli: *The euro area financial system: structure, integration, and policy initiatives*. European Central Bank, Working Paper Series No. 230, May 2003, www. ecb. int.
15. C. Noyer: *The developments of financial markets in the euro area*. BIS Review 54/2000, www. bis. org.
16. A. Samborski: *Rynki kapitałowe w krajach strefy euro*. „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” nr 1/2003, PWE Warszawa.
17. A. Samborski: *Rynki papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej*. AE Katowice, w przygotowaniu.
18. J. Santillán, M. Bayle, C. Thyesen: *The impact of the euro on money and bond markets*. European Central Bank, Occasional Paper Series, Frankfurt am Main, July 2000, www. ecb. int
19. E. D. Solans: *The euro in the international capital markets*. www. ecb. int