

Jolanta Zombirt

WPŁYW EURO NA RYNKI KAPITAŁOWE

SZCZEGÓLNY WPŁYW EURO NA RYNKI KAPITAŁOWE

RYNKI PAPIERÓW DŁUŻNYCH. WIĘCEJ EMITENTÓW, WIĘKSZE EMISJE, WIĘCEJ TYPÓW
PAPIERÓW DŁUŻNYCH

WPŁYW EURO NA DOSKONALENIE METOD ZARZĄDZANIA I POMIARU RYZYKA KREDYTOWEGO

RYNKI AKCJI – WPŁYW EURO MNIEJ WIDOCZNY



EURO
OD A DO Z



dr Jolanta Zombirt
Departament Systemu
Finansowego NBP

Już przed wprowadzeniem wspólnej waluty słusznie zakładano, że korzyści z tego będą szczególnie widoczne na europejskich rynkach kapitałowych. Po połączeniu krajów Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) wspólnym pieniądzem dochodzi do tworzenia głębokiego, płynnego i przejrzystego rynku papierów nominowanych w euro. Przyglądając się procesowi harmonizacji poszczególnych segmentów wspólnotowego rynku finansowego, można zauważyć, że stopień ujednoczenia przepisów dotyczących rynku kapitałowego jest znacznie niższy niż w przypadku rynku bankowego. Jest to wynik przede wszystkim istnienia różnych konwencji, regulacji, a także historii kształtowania się tych rynków w poszczególnych krajach członkowskich. Euro okazało się więc istotnym czynnikiem spajającym te rynki oraz stymulatorem dalszych prac nad ujednoczonymi regulacjami.

SUKCES EURO NA RYNKACH OBLIGACJI

Na kilka lat przed wprowadzeniem euro, decyzją Komisji Europejskiej powołano tzw. Komitet Giovanniniego, który w 1997 r. zaprezentował raport na temat przewidywanego wpływu euro na rynki kapitałowe zalecający uczestnikom tych rynków m.in.:

- redenominację istniejącego zadłużenia suwerennej już od początku trzeciego etapu UGW;
- zachowanie istniejących warunków kontraktowych dla długu wyemitowanego przed 1 stycznia 1999 r. (choć redenominowanego), ważnych emisji i instrumentów finansowych;



- dostosowanie rozwiązań prawnych tak, by możliwe było dokonywanie redenominacji i jednocześnie łączenie transz w różnych walutach w większe pakiety;
- zasadę, że nowe konwencje rynkowe powinny być stosowane do nowo wyemitowanego zadłużenia w euro, a wśród nich metodę naliczania odsetek (Actual/Actual), definicję dnia roboczego (np. ze względu na różne dni wolne w krajach UGW) według dni pracy systemu TARGET), terminy rozliczeń (T + 2) oraz częstotliwość wypłaty kuponów (ze wskazaniem na terminy co pół roku);
- możliwie jak najszybsze poinformowanie inwestorów o wyborze punktu odniesienia (benchmark): EURIBOR lub Euro LIBOR.

Powyższe rekomendacje zostały przyjęte z dużymi wątpliwościami i obawami co do możliwości ich płynnego wprowadzenia. Jak się jednak okazało, uczestnicy rynku bardzo szybko uzgodnili jednolite zasady „poruszania się” na rynku obligacji. Nie ulega kwestii, że perspektywa wprowadzenia euro oraz związane z nią oczekiwania utworzenia wielkiego i jednolitego rynku, na którym łatwiej będzie uplasować emisje o większej wartości, emisje dokonywane przez dłużników o niższej jakości kredytowej oraz dłużników z sektorów wcześniej niewidzianych na rynkach obligacji, spowodowały intensyfikację prac nad harmonizacją zwyczajów i konwencji.

Oczekiwania dłużników co do większej chłonności rynku obligacji oraz większej skłonności przyjmowania ryzyka bazowały także na pewnych zmianach strukturalnych wymuszonych przez Traktat o Unii Europejskiej (Traktat z Maastricht). Traktat ten stanowi bowiem, że zadłużenie kraju członkowskiego nie może przekraczać 60% PKB, a deficyt budżetowy nie może być wyższy niż 3% (za przekroczenie tego progu grożą sankcje opisane w tzw. Pakcie Stabilności i Wzrostu). Oznacza to z jednej strony, że kraje członkowskie mogą ograniczyć liczbę emisji. Z drugiej strony – starania tych krajów na rzecz redukcji niektórych wydatków z budżetu, np. wydatków na emerytury, wykreowały dużą liczbę nowych inwestorów instytucjonalnych zainteresowanych przede wszystkim inwestycjami o niewielkim ryzyku. Jednak przed wprowadzeniem wspólnej waluty zakładano także, iż konwersja niezapadłych obligacji rządowych na euro zwiększy płynność i atrakcyjność tego rynku i otworzy szerszą dro-

gę dla obligacji pochodzących od sektora prywatnego. I rzeczywiście, łączna wartość obligacji rządowych strefy UGW nominowanych w euro wyniosła na koniec 2000 r. około 2,8 bln USD. Wartość tę można już porównywać z obligacjami amerykańskimi (3,0 bln USD), chociaż dużo im jeszcze brakuje do wartości obligacji japońskich (3,6 bln USD).

Umożliwienie emisji papierów dłużnych poszczególnych krajów członkowskich w jednej wspólnej walucie zmusiło te kraje do pracy nad nową strategią emisji na szerszym, lecz bardziej konkurencyjnym rynku. Chociaż bowiem z chwilą zakwalifikowania pierwszej Jedenastki do realizacji projektu UGW kilku krajom podwyższono ocenę wiarygodności kredytowej, na rynku obligacji o ocenie inwestycyjnej pojawia się coraz więcej emitentów. Emitenci suwerenni muszą więc obecnie w bardzo przemyślany sposób walczyć o inwestorów, zwłaszcza że na tym samym rynku mogą oni wybierać między papierami rządowymi a np. obligacjami korporacyjnymi o porównywalnym ratingu. Cechą charakterystyczną dokonywanych obecnie emisji obligacji (nie tylko zresztą suwerennych) jest przede wszystkim ich wielkość, zwiększająca płynność tego segmentu rynku. Dlatego więc doszło także do wzrostu aktywności na rynkach wtórnych dla tych obligacji, szczególnie obligacji emitowanych przez rząd francuski (wartość obrotów tymi walorami potroiła się od 1998 r.), a także niemiecki i holenderski.

Trzeba poza tym zauważyć, że euro zaznaczyło swój wpływ jeszcze pod jednym względem. Mianowicie coraz częściej kraje członkowskie UGW, zwłaszcza mniejsze, ustalają między sobą harmonogram dokonywanych emisji. Jednak nie zrealizowano, jak dotąd, propozycji zgłoszonej jeszcze w 1999 r., by powołać agencję wielostronną, która dokonywałaby emisji obligacji suwerennych dla poszczególnych krajów członkowskich. Plasowanie tych emisji częściej niż dawniej jest zaś dokonywane przez konsorcjum banków, a nie na aukcjach, co pozwala na dotarcie do szerszej bazy inwestorów.

Obserwatorzy rynku obligacji rządowych podkreślają jednak, że wspólna waluta nie wykreowała dotąd „wartości dodanej” tego rynku, a tylko spowodowała zsumowanie wartości emisji poszczególnych krajów. Innymi słowy, nie ma jeszcze w Europie porównywalnego z USA punktu odniesienia dla jednolitej krzywej dochodowości. W USA są nim



obligacje skarbowe¹. Benchmarkiem są obligacje o różnych zapadalnościach emitowane przez różne kraje, np. bundy (obligacje niemieckie) mają zapadalność 10-letnią, a obligacje francuskie: 5 – 7-letnią. Podobnie też nie są to jeszcze emisje o w pełni międzynarodowym charakterze. Na ogół emitenci suwerenni dostosowują cechy swoich obligacji do potrzeb albo zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, albo szeroko rozumianych inwestorów krajowych. Jest to bezpośredni dowód na istnienie jeszcze różnic na krajowych rynkach obligacji.

TABELA I *Wielkość rynków obligacji rządowych*

	WARTOŚĆ NOMINALNA			WARTOŚĆ RYNKOWA	
	1998	2000	2002*	1998	2000
EURO II	3.474	2.834	2.900	2.226	2.430
USA	3.347	2.993	2.438	1.838	1.740
JAPONIA	2.709	3.626	4.115	1.282	1.733

* Projekcje opierające się na szacunkach OECD.

Analiza zachowań dłużników wskazuje na zwiększenie zakresu badań nad zachowaniami inwestorów. Ogólnie rzecz biorąc, wprowadzenie euro doprowadziło też do pogłębienia konkurencji między instytucjami oferującymi usługi finansowe, zarówno na poziomie hurtowym, jak i detalicznym. Euro ujawniło jednak liczne ograniczenia istniejących struktur instytucjonalnych. Wynika stąd konieczność głębszej współpracy między władzami a instytucjami poszczególnych krajów w celu stworzenia bardziej zharmonizowanego otoczenia.

Analitycy uważają, że europejski rynek obligacji jest na najlepszej drodze do przekształcenia się w prawdziwie jednolity i konkurencyjny rynek. Przeszkodą w osiągnięciu tego celu są jednak nadal uwarunkowania prawne i regulacyjne, a ich zmiana wymaga czasu i kosztów. Efektem prac komitetu powołanego przez Komisję Europejską, a kierowanego przez byłego gubernatora Europejskiego Instytutu Walutowego, Alexandre Lamfalussy'ego (tzw. Grupa Mędrców) było przedstawienie raportu koncentrującego się głównie na przeszkodach dla jednolitego

¹ Mimo identycznej kategorii ratingowej, którą mają Niemcy, Francja i Holandia (AAA), oprocentowanie obligacji suwerennych tych dwóch ostatnich krajów bywa przynajmniej o 10 punktów bazowych wyższe od obligacji niemieckich o porównywalnej zapadalności. Z kolei oprocentowanie obligacji Belgii i Włoch (krajów o niższym ratingu) jest oczywiście wyższe niż obligacji francuskich, lecz ta różnica jest mniejsza od 10 punktów bazowych.

ryнку istniejących na rynku akcji. O tym, że przeszkody te są istotne, świadczy komentarz Lamfalussy'ego: „jest to ogromny koktajl barier w stylu Kafki, które nie służą nikomu”. Komitet zakładał, że pierwszym i najważniejszym posunięciem powinno być utworzenie paneuropejskiego ciała regulacyjnego, stojącego nad europejskimi rynkami kapitałowymi, w bardzo niewielkim jednak stopniu wzorowanego na Komisji Papierów Wartościowych USA. Jako kompromisowe rozwiązanie wybrano jednak powołanie dwóch komitetów *ad hoc* (ds. Europejskich Rynków Kapitałowych oraz ds. Regulatorów Europejskich Rynków Papierów Wartościowych), a także wzmocnienie roli Komisji Europejskiej w procesie regulacyjnym. Trwają również prace nad uproszczeniem kliringu i rozliczeń na rynkach kapitałowych. Zaczyna się proces harmonizacji przepisów dotyczących prawa upadłościowego oraz ujednolicania przepisów odnoszących się do traktowania zabezpieczeń². Powyższe przykłady intensyfikacji prac dotyczących paneuropejskiego rynku kapitałowego mogą być także pośrednim dowodem na istotny wpływ euro na ten rynek. Wspólna waluta wymusiła przecież rozpoczęcie na szerszą skalę współpracy między władzami regulacyjnymi w poszczególnych krajach, co w przeszłości było realizowane w bardzo niewielkim zakresie. Zakładany na 2005 r. termin zakończenia prac prawno-regulacyjnych może jednak nie zostać dotrzymany, gdyż nie do końca rozstrzygnięto, czy styl nowych regulacji będzie raczej „anglosaski” czy też „kontynentalny”. Może więc dojść tu do powtórki z batalii o wprowadzenie podatku od dochodów kapitałowych. Wypada poza tym wspomnieć, że jak dotąd podstawowymi przepisami prawa wspólnotowego regulującymi europejskie rynki kapitałowe są dyrektywy: o usługach inwestycyjnych, o adekwatności kapitałowej i o nieodwołalności rozliczeń. Przepisy te ponadto nie zostały jeszcze w pełni wprowadzone przez poszczególne kraje członkowskie.

W celu przyspieszenia rozwoju europejskich rynków obligacji zasadne jest, jak wskazują analitycy, rozważenie przez europejskie władze monetarne możliwości zwiększenia podaży papierów dłużnych o wysokiej jakości kredytowej, o różnorodnej zapadalności oraz zapewnienie stosownej infrastruktury technicznej ich obrotu. Od banków pełniących funkcję banków inwestycyjnych oczekuje się zaś możliwie jak najszerszej oferty i pomocy w sprawnym działaniu tych rynków. Już

² Prace te są skoordynowane z trwającym obecnie procesem opracowywania nowej bazylejskiej Umowy Kapitałowej.



teraz można zauważyć, że w sektorze tych właśnie banków doszło i dochodzi do daleko idących przemian. Wiele z nich nadal utrzymuje dominującą pozycję na swoich rynkach krajowych, coraz trudniej jest im jednak zdobyć miejsce na rynku paneuropejskim. I tutaj jedną z przyczyn było wprowadzenie wspólnej waluty, gdyż stworzenie możliwości porównywania cen za usługi oferowane przez pośredników finansowych doprowadziło, również na rynku kapitałowym, do wyrównania różnic cenowych, co w praktyce oznacza spadek kosztów klientów tych instytucji. W szczególnie trudnej sytuacji są banki o ambicjach inwestycyjnych, zaliczane – głównie ze względu na wysokość funduszy własnych – do banków inwestycyjnych drugiej kategorii. Naciski konkurencyjne na europejskich rynkach kapitałowych oznaczają dla nich duże prawdopodobieństwo konieczności sprzedaży lub fuzji ich pionów inwestycyjnych.

Dotyczy to zresztą nie tylko banków o średniej wielkości. ING Barings na przykład zrezygnował już w zasadzie z oferowania usług w zakresie bankowości inwestycyjnej, koncentrując się raczej na bankowości korporacyjnej. Do podobnych wniosków będzie musiał dojść, być może, Commerzbank, który już pozbył się pionu zarządzania funduszami. Wzrost konkurencji na europejskim rynku kapitałowym, którą właściwie wytrzymują jeszcze tylko trzy banki o europejskiej proweniencji (Deutsche Bank, Credit Suisse First Boston i UBS Warburg), jest zaś wynikiem większej aktywności nie tyle największych banków europejskich, ile amerykańskich gigantów (Merrill Lynch lub Goldman Sachs). Jak jednak wskazują przykłady, udział w rynku nie jest jeszcze kwestią przesądzoną, a możliwości tkwią nadal w pewnych obszarach niszowych. Tutaj sukcesy osiąga na przykład Societe Generale, który postawił na operacje kontraktami pochodnymi. Wzrost nakładów na pion bankowości inwestycyjnej obserwowany wśród banków europejskich wskazuje więc, że banki te nie poddają się i że na tym rynku można oczekiwać jeszcze daleko idących zmian.

Rynek ten to ten segment rynku finansowego, gdzie wpływ wspólnej waluty stał się najszybciej i najbardziej wyraźny. Poprzez wyeliminowanie ryzyka kursowego wspólna waluta ułatwiła formowanie się głębszego, bardziej płynnego i bezpiecznego rynku, na którym mniejsze znaczenie ma narodowość dłużnika, a większe – jego jakość kredytowa. Euro – wpływając na pojawienie się innych zjawisk, jak coraz większe zainteresowanie wartością dla akcjonariuszy, fala fuzji i przejęć, szybka

konsolidacja w sektorze bankowym – pośrednio przyczyniło się również do rozkwitu europejskiego rynku obligacji. Tendencje te są bardzo wyraźne mimo kilkumiesięcznego spowolnienia, wywołanego niekorzystnymi informacjami o stanie gospodarki europejskiej, a także wydarzeniami z 11 września 2001 r. Do grudnia ubiegłego roku, mimo tych wydarzeń, były 1.683 nowe emisje o łącznej wartości 424,8 mld USD, dokonane przez emitentów europejskich (tj. z Austrii, Belgii, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Grecji, Irlandii, Włoch, Luksemburga, Holandii, Portugalii, Hiszpanii, Szwecji i Wielkiej Brytanii). Liczby te obejmują wszystkie emisje dokonane przez instytucje finansowe i korporacje z powyższych krajów bez depozytów bankowych, papierów komercyjnych, obligacji wyemitowanych przez agencje oraz papierów opartych na aktywach (ABS). Dla porównania, w całym 2000 r. na rynek obligacji weszło 1.482 emitentów, a emisje miały łączną wartość 452,2 mld USD. Warto jednak zauważyć, że prawie połowa (48%) wartości emisji dokonanych w 2001 r. pochodziła od instytucji finansowych, a udział tych emitentów na rynku obligacji stale się obniża. Innymi aktywnymi uczestnikami tego rynku są firmy z sektora wytwórczego, niebankowe instytucje finansowe oraz firmy telekomunikacyjne. Prawie połowa tych emisji dotyczyła obligacji o zapadalności od 3 do 7 lat, a 98% obligacji z ratingiem miało kategorię inwestycyjną, czyli BBB- i wyższą. Dla podsumowania tych danych dodajmy, że 71% wszystkich emisji dokonano w euro (12% w USD i 10% w funtach brytyjskich, a zaledwie 3% w jenach).

Na uwagę zasługuje stały wzrost obecności na rynkach obligacji emitentów papierów o wysokim dochodzie, czyli podmiotów o ocenie spekulacyjnej. Nikt nie ma wątpliwości, że przyczyną takiej tendencji jest konsolidowanie się rynków europejskich w efekcie wprowadzenia euro. Powodem jest także opisane powyżej traktatowe ograniczenie zadłużenia krajów członkowskich UGW. Zmniejszenie możliwości inwestycyjnych w zakresie obligacji rządowych musiało najpierw doprowadzić do wzrostu zainteresowania inwestorów obligacjami innych emitentów o wysokim ratingu, a następnie do ostrożnej eksploracji właśnie segmentu papierów o wysokim dochodzie. Segment ten jest jednak równocześnie najbardziej podatny na zmiany w otoczeniu makroekonomicznym: jakiegokolwiek informacje o spowolnieniu gospodarczym, a także o wzroście liczby bankructw i obniżeniu ratingu powodują odpływ inwestorów od długu o wysokim dochodzie na rzecz bezpiecznych obligacji ocenianych najwyżej. Takie zachowania inwestorów wy-



wołują z kolei gwałtowne obniżenie płynności w segmencie papierów o wysokim dochodzie, dalej zmniejszając jego atrakcyjność. Do takich wydarzeń doszło już kilkakrotnie po wprowadzeniu euro, obecne zaś mało obiecujące perspektywy co do tempa wzrostu europejskiego PKB spowodowały, że w 2001 r. doszło w tym segmencie do zaledwie 31 emisji o wartości łącznej 5,9 mld USD (rok wcześniej było 60 emisji o wartości 11,7 mld USD). „Lokomotywy” tego rynku, tj. firmy telekomunikacyjne, są coraz mniej na nim widoczne, a wartość dokonywanych przez nie emisji stanowiła zaledwie 29% wszystkich emisji segmentu papierów o wysokim dochodzie w 2001 r. (rok wcześniej 62%). Rynek ten, chociaż jego rozwój można z pewnością w części przypisać wprowadzeniu euro, nie jest jeszcze rynkiem w pełni rozwiniętym, choć ze względu na jego nadmierną zależność od jednej grupy emitentów, znacznie mniejsze zaawansowanie potencjalnych inwestorów w Europie w określaniu ryzyka kredytowego oraz odmienną infrastrukturę prawną w różnych krajach europejskich.

Niekorzystne informacje gospodarcze, wpływające – w odniesieniu do rynków kapitałowych – przede wszystkim na rynek akcji, utrzymały relatywną atrakcyjność obligacji zamiennych. Zdobywając kapitał w ten sposób, emitenci opóźniają zamianę tych papierów aż do przewidywanego wzrostu cen akcji. W ciągu całego 2001 r. dokonano w Europie 43 emisji o wartości 22,4 mld USD, chociaż dla poprzedniego roku liczby te wynosiły odpowiednio 45 i 26 mld USD.

Przyczyną takiej sytuacji jest fakt, że ten rynek – zarówno w segmencie długu suwerennego, jak i prywatnego – uzyskał pewne cechy rynku międzynarodowego jeszcze przed wprowadzeniem wspólnej waluty. Paradoksalnie – sfragmentaryzowane i niewielkie rynki europejskie zmuszały bowiem emitentów z sektora prywatnego do wychodzenia, w poszukiwaniu szerszej bazy inwestorów, poza granice swojego kraju z emisją papierów dłużnych nominowanych w różnych walutach.

Jeżeli ostatnie dziesięciolecie XX wieku upłynęło pod znakiem IPO (pierwotnych ofert publicznych, a także M&A (fuzji i przejęć), to – jak zauważa „Financial Times”³ – już teraz można zaryzykować twierdzenie, że obecna dekada może zaznaczyć się w historii jako okres bujne-

³ „Financial Times” 21.06.2001, Survey – International Capital Markets.

go rozwoju rynku długu i koncentracji na wiarygodności kredytowej – kosztem zdumiewającego spadku aktywności na rynkach akcji. Spadek ten jest znacznie głębszy i długotrwały niż kiedykolwiek wcześniej, nawet w porównaniu z sytuacją po krachu giełdowym z 1987 r. Częściowo tłumaczy się to sprzyjającym otoczeniem dla rynku długu (szczególnie masowym obniżaniem stóp procentowych, choć w Europie w znacznie mniejszym zakresie niż w innych gospodarkach), odciągającym potencjalnych inwestorów od rynku akcji. Jak zauważają autorzy ww. artykułu, chociaż euro do momentu wprowadzenia go do obrotu gotówkowego było pieniądzem wyłącznie wirtualnym, już znacznie wcześniej uzyskało ono status waluty emisji długu suwerennego i *quasi*-suwerennego, a zaraz potem zaczęło stawać się walutą i coraz więcej dłużników korporacyjnych o różnej jakości kredytowej zaczęło emitować papiery dłużne w euro. W rezultacie szybko wzrastała płynność na rynku obligacji korporacyjnych denominowanych w euro, wzmagając zainteresowanie inwestorów tym rynkiem.

Drugą po płynności przyczyną zwiększenia atrakcyjności tych rynków jeszcze przed wprowadzeniem euro była istotna poprawa wiarygodności kredytowej emitentów korporacyjnych. Poprawa ta miała jednak charakter krótkotrwały, gdyż po wybuchu kryzysu na rynkach finansowych w latach 1997-1998 główne agencje ratingowe obniżyły ocenę wielu dłużnikom korporacyjnym. Spowodowało to również odwrót inwestorów od obligacji wyemitowanych przez korporacje na rzecz ponownego zainteresowania długiem suwerennym.

Śmiało można jednak powiedzieć, że europejski rynek obligacji korporacyjnych uległ głębokim zmianom w wyniku wprowadzenia euro. Wartość kapitału uzyskiwanego przez korporacje na tym rynku zaczyna dorównywać wartościom w USA. Co więcej, w pierwszym kwartale 2001 r. po raz pierwszy wartość obligacji korporacyjnych denominowanych w euro (49 mld euro) przekroczyła wartość emisji w dolarach. Wśród emitentów przeważały wówczas, podobnie jak w USA, firmy telekomunikacyjne, DT, BT, France Telecom i KPN. Jednak ze względu na obniżenie w 2001 r. ratingu większości z tych emitentów, ich zachowanie na rynkach obligacji nieco się zmieniło, wzrosła zaś premia płacona za ryzyko inwestowania w te papiery.

Jedną z zauważalnych cech europejskiego rynku obligacji korporacyjnych jest współlistnienie na nim emisji nominowanych w euro dokonywanych



przez podmioty zarówno ze strefy wspólnej waluty, jak i spoza niej. Obecność emitentów z różnych krajów zauważalnie wzmogła się tuż przed wprowadzeniem euro i zaraz potem. Między sierpniem 1998 r. a listopadem 1999 r. emisje dłużników z sektora prywatnego 11 krajów UGW były w 75% nominowane w euro, a dłużników zewnętrznych – w 21%. Oczywiście zjawiska tego nie można wyjaśniać wyłącznie wprowadzeniem wspólnej waluty, lecz także przyczynami makroekonomicznymi lub często realizowanymi strategiami fuzji i przejęć w strefie euro. I w tym segmencie rynku obligacji wyższa wartość emisji przełożyła się na zwiększenie aktywności na rynkach wtórnych. Między rokiem 1998 a 2000 średnie miesięczne obroty dla najbardziej aktywnych obligacji denominowanych w euro wzrosły z 73,05 mln USD do 111,8 mln USD. Należy to przypisać już wyłącznie euro, ponieważ dla długu denominowanego w dolarach czy funtach podobnego boomu nie zaobserwowano.

Znaczący wzrost wartości obligacji w euro nie oznacza jednak, że rynki europejskie uległy ujednoczeniu. Jak powiedziano, za tak wysokie wartości „odpowiedzialna” jest bowiem tylko określona grupa dłużników, przede wszystkim banki i firmy telekomunikacyjne. Warto wspomnieć tu na przykład o emisji o wartości 5 mld euro dokonanej przez firmę Olivetti w 1999 r., od której rozpoczęła się „moda” na wielkie emisje. Ważną rolę w emisjach dokonywanych przez banki odgrywają papiery dłużne (tzw. Pfandbriefy) emitowane przez niemieckie banki hipoteczne. Emisje te mają najczęściej ogromne wartości (tzw. Jumbo), przynajmniej 500 mln euro, a ich atrakcyjność opiera się poza tym na wysokiej ocenie kredytowej i wystandaryzowanej konstrukcji. Niewątpliwie papierom tym pomogła decyzja podjęta przez Europejski Bank Centralny na początku jego działalności o możliwości przedstawiania tych listów zastawnych jako zabezpieczenia I kategorii w operacjach otwartego rynku.

Niemieckie listy zastawne to w pewnym sensie początek gwałtownego rozwoju i popularności papierów sekurytyzacyjnych w Europie. Ciekawie wygląda udział euro w emisjach papierów dłużnych opartych na aktywach (ABS), instrumentu nieznanego w Europie jeszcze kilka lat wcześniej. Emitenci tych papierów, jak widać w tabeli 2, wyraźnie wołają euro.

Od końca 2001 r. sytuacja na rynkach obligacji stale się poprawia. Analitycy zgodnie zakładają, że mimo szybkiego pogarszania się otoczenia makroekonomicznego wielkość emisji w euro dokonanych w bieżącym roku powinna być wyższa w porównaniu z rokiem ubie-

TABELA 2 Europejskie emisje ABS (w mln)

KRAJ POCHODZENIA AKTYWÓW	WALUTA	2000	2001	ZMIANA ROK DO ROKU (%)
BELGIA	EURO	0,3	0,1	-76
	DOLAR	0,2	0,1	-75
CHANNEL ISLANDS	EURO	0,2	0,0	-100
	DOLAR	0,2	0,0	-100
FRANCJA	EURO	1,6	2,8	79
	DOLAR	1,5	2,5	64
NIEMCY	EURO	1,2	2,1	74
	DOLAR	1,1	1,9	65
IRLANDIA	EURO	0,0	1,2	100
	DOLAR	0,0	1,1	100
WŁOCHY	EURO	4,8	10,7	125
	DOLAR	4,4	9,5	114
LUKSEMBURG	EURO	0,0	2,0	100
	DOLAR	0,0	1,7	100
HOLANDIA	EURO	1,2	0,6	-49
	DOLAR	1,1	0,6	-49
PORTUGALIA	EURO	0,5	2,5	447
	DOLAR	0,4	2,2	409
HISZPANIA	EURO	2,7	2,9	5
	DOLAR	2,6	2,6	0
SZWAJCARIA	EURO	0,3	0,2	-37
	DOLAR	0,3	0,1	-42
WIELKA BRYTANIA	EURO	7,2	14,1	95
	DOLAR	6,7	12,6	86
MIĘDZYNARODOWE	EURO	2,1	6,7	221
	DOLAR	1,9	6,0	210
RAZEM	EURO	21,9	45,6	108
	DOLAR	20,5	40,6	98

głym, a przyspieszenie pojawiania się nowych emitentów na tym rynku powinno być szczególnie widoczne w drugiej połowie roku. Do przyczyn większego zainteresowania europejskim rynkiem obligacji zalicza się:⁴

- utrzymujące się zapotrzebowanie korporacji na długoterminowe finansowanie fuzji i przejęć,
- utrzymujący się poziom inflacji, wpływający na relatywnie niską dochodowość obligacji suwerennych,

⁴ Standar&Poor's, Corporate Ratings, 3.12.2001.



- zapowiedź wzrostu PKB dla Europy – niewielkiego, lecz przewyższającego poziom USA,
- mniejszą niż w USA nadwyżkę mocy produkcyjnych,
- obserwowany stały odwrót na rynkach europejskich od finansowania się kredytem bankowym na rzecz emisji obligacji.

Trudno jednak oddzielić wpływ wprowadzenia wspólnej waluty od innych czynników kształtujących ten rynek. Jak zauważają autorzy raportu rocznego Europejskiego Banku Centralnego⁵, coraz niższa częstotliwość wchodzenia przez instytucje finansowe na rynki długu wynikała przede wszystkim z wyraźnego zmniejszenia się popytu na kredyt ze względu na gorsze warunki gospodarcze oraz wzrost wartości depozytów plasowanych w tych instytucjach. Wyraźnie większe zainteresowanie emisjami długu ze strony podmiotów niefinansowego sektora prywatnego wynikało natomiast z trwającej nadal restrukturyzacji sektora korporacyjnego w strefie euro, relatywnie niskich stóp procentowych, niższej dochodowości uzyskiwanej przez korporacje oraz niekorzystnej sytuacji na rynkach akcji. W efekcie, udział niezapadłych papierów dłużnych wyemitowanych przez tzw. niepieniężne instytucje finansowe (MFW)⁶ oraz korporacje finansowe stale wzrasta (na koniec 2000 r. wynosił on 9,8%, a już rok później 11,5%). Tendencje te obrazuje tabela 3.

TABELA 3 *Udział emitentów z różnych sektorów UGW w nominowanych w euro papierach dłużnych*

	1998	1999	2000	2001
MFI	35,8	37,0	37,4	36,5
SEKTOR PRYWATNY (POZA MFI)	7,2	8,5	9,8	11,5
RZĄDY	57,0	54,5	52,9	52,0

Zródło: ECB, Annual Report 2001.

Z kolei udział wszystkich papierów dłużnych wyemitowanych w euro przez rezydentów UGW w odniesieniu do wszystkich innych walut emisji wyniósł w 2001 r. około 93%.

⁵ ECB, Annual Report 2001.

⁶ Według terminologii przyjętej w UGW „pieniężne instytucje finansowe” (MFI) to podmioty zobowiązane do przestrzegania zasad polityki pieniężnej w UGW, a między innymi do odprowadzania rezerwy obowiązkowej.

Jeżeli chodzi o dochodowość obligacji nominowanych w euro i wyemitowanych w UGW, to można zauważyć, że była ona bardzo podobna do dochodowości amerykańskich papierów dłużnych. Oznacza to, że papiery dłużne poddają się już raczej nie tendencjom związanym z określoną walutą, lecz czynnikom wynikającym z coraz większej globalizacji rynków. Jak jednak piszą autorzy Raportu Roczego EBC, zmiany wysokości oprocentowania papierów długoterminowych w strefie euro były znacznie słabsze niż w przypadku papierów amerykańskich. O relatywnie większej stabilności strefy euro świadczy także fakt utrzymywania się przez prawie cały 2001 r. dodatniej korelacji między dochodowością długoterminowych europejskich papierów dłużnych a cenami europejskich akcji. Zjawisko to, tj. spadek dochodowości obligacji przy jednoczesnym spadku cen akcji, występuje w sytuacji, gdy rynek oczekuje na przykład spowolnienia tempa wzrostu PKB. Podobnie było w przypadku papierów europejskich, chociaż kierunek tej korelacji był kilkakrotnie zmieniany, by osiągnąć i wzrost dochodowości obligacji, i cen akcji na koniec 2001 r.

EURO NA RYNKACH AKCJI – MAŁO ZAUWAZALNE ZMIANY

Rynek akcji jest z reguły bardziej zależny od czynników makroekonomicznych i wpływu zjawisk globalnych niż od waluty, w której nominowane są akcje. Tak więc sytuacja na rynkach akcji po wprowadzeniu euro była podobna jak na innych wielkich rynkach światowych. Było to widoczne szczególnie wyraźnie w ubiegłym roku, a zwłaszcza w okresie bezpośrednio po atakach terrorystycznych w Stanach Zjednoczonych. Zanik aktywności na giełdach zapoczątkowany we wrześniu 2000 r. pogłębiał się, a spadki były najbardziej widoczne w odniesieniu do walorów firm wywodzących się z sektora technologicznego. Zjawiskom tym towarzyszyła duża chwiejność cen akcji. Podobnie jednak jak na rynkach akcji w USA i Japonii, również w strefie euro widoczne są oznaki wychodzenia z zapaści i wzrostu zaufania inwestorów. Obserwuje się też ostrożny nawrót do poprzednich wartości i liczby dokonywanych IPO (publicznych ofert pierwotnych).

Przed wprowadzeniem euro duże nadzieje pokładano w korzystnym wpływie na rozwój europejskich rynków akcji szeroko zakrojonych

TABELA 4 *Wskaźniki dotyczące rynków akcji*

	KAPITALIZACJA RYNKU (MR)				OBROTY				LICZBA NOTOWANYCH SPÓŁEK		
	1990	1995	XI 2000	2000	1990	1995	do XI 2000	2000	1990	1995	XI 2000
	(w MLD USD)			(w % PKB)	(w MLD USD)			(w % MR)			
STREFA EURO	1 181	1 997	4 990	84	737	1 309	6 292	11	2 485	2 592	3 800
NIEMCY	355	577	1 202	64	509	594	1 966	15	413	678	740
FRANCJA	312	500	1 337	104	121	213	975	7	578	450	1 022
WŁOCHY	149	210	744	70	42	87	955	12	220	250	283
HISZPANIA	111	151	474	85	.....	235	1 468	28	427	362	875
HOLANDIA	120	287	615	166	41	124	625	9	260	217	225
BELGIA	65	102	157	69	9	18	40	2	182	143	160
AUSTRIA	26	33	28	15	11	13	9	3	97	109	97
PORTUGALIA	9	18	57	56	.....	4	51	8	181	169	113
FINLANDIA	23	44	271	227	4	19	189	6	73	73	154
IRLANDIA	.....	26	74	79	.....	.....	13	2		80	78
LUKSEMBURG	10	30	31	184	-	-	2	0	54	61	53
USA	3 105	6 918	14 783	149	1 815	5 554	28 552	18	6 599	7 671	6 969
JAPONIA	2 929	3 545	3 438	75	1 288	884	2 176	6	2 071	2 263	3 333
WIELKA BRYTANIA	850	1 347	2 436	172	543	1 153	4 246	16	1 701	2 078	2 408
KANADA	461	677	842	121	71	185	599	6	1 144	1 196	1 386
SZWAJCARIA	158	398	734	305	65	340	586	7	182	233	252

Źródło: G. Galati, K. Tsatsaronis: *The impact of the euro on Europe's financial markets. Bank for International Settlements. BIS Working Papers No 100 July 2001.*



programów prywatyzacyjnych. Był to jeszcze jeden dowód na wycofywanie się rządów z działalności komercyjnej w rezultacie ograniczeń budżetowych wprowadzonych przez Traktat z Maastricht. Szacowano, że w pierwszych pięciu latach po wprowadzeniu euro na rynkach akcji pojawią się walory z tego tytułu o łącznej wartości około 125 mld USD. Zakładano także, że przedsiębiorstwa średniej wielkości będą w tym okresie poszukiwać kapitału w drodze emisji akcji o wartości do 250 mld USD. Inną przewidywaną tendencją zrealizowaną już na początku istnienia UGW, mającą silne bodźce do rozwoju rynków akcji, była możliwie wczesna konwersja na euro pakietów akcji w walutach krajów członkowskich, posiadanych przez inwestorów. W rzeczywistości w latach 1999-2000 spółki ze strefy euro dokonały emisji o wartości 199 mld USD, czemu sprzyjało także ogromne zainteresowanie inwestorów detalicznych funduszami akcji.

Trzeba przyznać, że doprowadzenie do powstania jednolitego i dojrzałego rynku akcji jest w Europie zadaniem znacznie trudniejszym niż w innych najbardziej uprzemysłowionych regionach świata. Główne przyczyny to względnie niewielkie rozmiary rynków w poszczególnych krajach członkowskich, zróżnicowany rozwój, a więc zwyczajnie i przepisy, a także niższa średnia wartość dokonywanych na nich obrotów. Niektóre wielkości dotyczące rynków krajów członkowskich UGW na tle innych rynków przedstawia tabela 4.

Fuzje i przejęcia słusznie przypisywane także wprowadzeniu euro. Choć najczęstsze są w sektorze bankowym, zachodzą również na innych obszarach rynku finansowego, a także w ich infrastrukturze. Dochodzi do łączenia się instytucji pełniących funkcje depozytowe na rynkach kapitałowych, czego przykładem może być finalizująca się fuzja Necigef, depozytu holenderskiego, z grupą Euroclear oraz przekazanie na rzecz tego ostatniego działalności prowadzonej dotąd przez CIK, depozyt belgijski. Łączą się także giełdy. Euronext, stanowiąca wspólne przedsięwzięcie giełd w Paryżu, Amsterdamie i Brukseli, po przyłączeniu giełdy LIFFE stała się drugą giełdą papierów wartościowych w Europie (po LSE, rynku londyńskim), a pierwszą – paneuropejską⁷.

⁷ Euronext jest w ostatnich miesiącach krytykowany za prowadzenie usankcjonowanych praktyk monopolistycznych.



Ostatnie lata wskazują jednak, że konsolidacja infrastruktury rynku kapitałowego dokonuje się zbyt wolno, by umożliwić w pełni swobodne obroty akcjami w całej strefie UGW. Na przeszkodzie stoją też różnice między rynkami poszczególnych krajów. Przykładem może być próba utworzenia wspólnej platformy (która byłaby drugim rynkiem na świecie pod względem kapitalizacji) dla handlu akcjami sześciu największych giełd ze strefy euro oraz giełdy z Londynu i Zurychu, hamowana ambicjami przedstawicieli tych rynków oraz ich niechęcią do wypracowania zunifikowanych przepisów i praktyk.

Wspólna waluta niewątpliwie wpłynęła na sposób zarządzania pionem inwestycyjnym w instytucjach uczestniczących w transakcjach na rynkach kapitałowych. Dotyczy to zarówno inwestorów instytucjonalnych, banków inwestycyjnych, jak i firm zarządzających funduszami. Zmiana polega przede wszystkim na skoncentrowaniu się na sektorowej analizie rynku akcji i obrotów dla danego kraju. Jak uważają autorzy opracowania BIS⁸, było to widoczne wśród uczestników rynku już wcześniej, jednak wraz z postępem konwergencji wskaźników makroekonomicznych krajów UGW opieranie wyceny ryzyka akcji na sektorach w perspektywie paneuropejskiej stawało się coraz bardziej uzasadnione. Obecnie podejście takie deklaruje ponad 75% instytucji uczestniczących w rynku akcji.

Logiczną konsekwencją powyższej metody jest zmiana składu portfeli akcji międzynarodowych inwestorów, chociaż widoczne są różnice w zachowaniu inwestorów pochodzących ze strefy euro i inwestorów zewnętrznych, przede wszystkim z uwagi na brak (lub istnienie) ryzyka kursowego. Wśród tych pierwszych zauważalna jest przede wszystkim aktywność niemieckich i francuskich inwestorów instytucjonalnych (zarówno na rynku akcji, jak i obligacji). O ile jednak inwestorzy niemieccy są szczególnie zaangażowani w nabywanie akcji spółek z całej strefy UGW, o tyle stale zmniejsza się popyt na akcje spółek niemieckich zgłaszany przez inwestorów europejskich spoza Niemiec. Sytuację taką tłumaczy się przede wszystkim niewielką dywersyfikacją aktywów niemieckich. Takie kierunki inwestycji przedstawia tabela 5.

⁸ G. Galati, K. Tsatsaronis: *The impact of the euro on Europe's financial markets*. BIS Working Papers No. 100 Bank for International Settlements, July 2001.

TABELA 5 *Kierunki inwestycji międzynarodowych z i do Niemiec (w mln euro)*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Z NIEMIEC							
– WSZYSTKIE KRAJE							
UPRZEMYSŁOWIONE	44.753	18.785	26.271	77.672	122.961	174.575	204.785
– OBSZAR EURO	24.044	9.328	7.390	38.269	86.091	123.702	116.875
DO NIEMIEC							
– WSZYSTKIE KRAJE							
UPRZEMYSŁOWIONE	18.180	43.637	66.263	73.823	114.552	151.018	36.325
– OBSZAR EURO	9.152	-9.037	-877	-10.680	-10.539	1.306	-96.580

Źródło: jak w tabeli 4.

Podobne preferencje wykazują inwestorzy w odniesieniu do innych krajów UGW, przy czym w przypadku inwestorów włoskich widoczne jest także rozróżnienie między preferowanymi klasami aktywów: zdecydowanie częściej inwestują oni w obligacje niż w akcje. Zachowania takie tłumaczone są przyczynami kulturowymi w Europie, tj. stosunkowo niewielką wiedzą na temat akcji i ograniczonym ich udziałem w decyzjach inwestycyjnych podejmowanych przez europejskich inwestorów detalicznych.

Mówiąc o tendencjach wzmocnionych przez wprowadzenie euro i wpływie wspólnej waluty na rynki akcji w UGW, nie sposób nie wspomnieć o tzw. rynkach akcji o wyższym ryzyku, czyli rynkach dla walo-rów małych i średnich przedsiębiorstw. Tzw. nowe rynki, czyli sieć giełd tworzonych w wielu krajach europejskich, miały właśnie na celu wykorzystanie wpływu istnienia specyficznego miejsca na rynku akcji dla młodych i dynamicznych firm poszukujących kapitału. Obecnie firmy te mają do wyboru następujące rynki:

- AIM – istniejący od 1996 r. rynek dla mniejszych, młodych i rosnących spółek (w 1999 r. notowano na nich akcje 312 spółek o łącznej kapitalizacji 4,2 mld funtów);
- Easdaq – istniejący od 1997 r. rynek wzorowany na nowojorskim Nasdaq dla spółek o szybkim tempie wzrostu i ambicjach między-



narodowych (w 1999 r. notowano akcje 38 spółek o łącznej kapitalizacji 12,6 mld euro);

- sieć Euro Nm dla spółek o dużym tempie wzrostu i określonych wymogach (w 1999 r. notowano 150 spółek o łącznej kapitalizacji 24 mld euro).

Odnosząc się do tego segmentu rynku akcji należy zauważyć, że w tym przypadku szczególnie trudno jednoznacznie określić wpływ wprowadzenia wspólnej waluty. Rynek ten bowiem, podobnie jak rynek obligacji o wysokim zwrocie, jest wyjątkowo podatny na otoczenie makroekonomiczne, występujące na świecie kryzysy i informacje o pogarszaniu się jakości kredytowej nawet najlepszych dłużników. W związku z wystąpieniem kilku głębokich kryzysów zbiegających się w czasie z wprowadzeniem euro można co najwyżej stwierdzić, że perspektywa integracji poprzez wspólny pieniądz wzmogła zainteresowanie władz krajów członkowskich oraz samych małych i średnich przedsiębiorstw taką formą zdobywania kapitału. Sukces w tej dziedzinie jest jednak, jak dotąd, umiarkowany.

ZAKOŃCZENIE

Wprowadzenie euro to najważniejsze i najbardziej odważne przedsięwzięcie w całej najnowszej historii Europy. Nie ma najmniejszych wątpliwości, że wspólna waluta już prowadzi – a proces ten będzie kontynuowany – do racjonalizacji i dalszej konsolidacji przedsiębiorstw w Europie. Jak zakładano prawie 50 lat temu w Traktacie Rzymskim powołującym Europejską Wspólnotę Gospodarczą, organizacja ta ma doprowadzić do swobody przemieszczania się siły roboczej, usług, kapitału i towarów w celu ich optymalnej alokacji i poprawy standardów życia mieszkańców Europy. Traktat nie wspomniał o możliwości wprowadzenia wspólnej waluty w krajach członkowskich. Jednak kolejne dziesięciolecia potwierdziły słuszność decyzji o integracji gospodarek, a naturalną tego konsekwencją stało się wyeliminowanie ryzyka kursowego poprzez euro. Nie był to, jak się okazuje, jedyny efekt wprowadzenia wspólnej waluty. Przygotowanie i wdrożenie rozwiązań wymuszonych przez euro głęboko przeobraziły krajobraz finansowy w całej Europie, służąc przede wszystkim klientom instytucji finansowych. Zarówno klientom korporacyjnym, jak i detalicznym będzie coraz ła-

twiej dokonywać wyboru najbardziej atrakcyjnego źródła pozyskiwania funduszy. Polscy klienci mogą już z tego częściowo korzystać. Kolejna szansa pojawi się wraz z uzyskaniem przez Polskę członkostwa w Unii Europejskiej. Dostęp do korzyści ze zjednoczonej Europy uzyskamy w pełni po wejściu do strefy euro.

Nie do końca można określić wpływ wprowadzenia wspólnej waluty na inicjowanie lub potęgowanie pewnych tendencji występujących na rynkach finansowych. Widoczne są jednak wyraźnie takie zjawiska, jak wykazywane przez kredytodawców i inwestorów większe zainteresowanie charakterystyką poszczególnych dłużników, a nie krajem ich pochodzenia – stąd więc obserwowane jest coraz wyższe zaawansowanie oceny ryzyka kredytowego. Na europejskie rynki akcji wpływa także wzrost umiejętności kreowania przez inwestorów strategii w perspektywie paneuropejskiej, ponieważ wprowadzenie euro wyraźnie wysunęło na pierwszy plan ryzyko poszczególnych sektorów, a nie krajów. Należy poza tym zauważyć, że wprowadzenie euro zniosło pewne ograniczenia nakładane na inwestorów instytucjonalnych.

Eliminacja ryzyka kursowego osłabiła zainteresowanie takimi instrumentami pochodnymi, jak swapy lub opcje na kurs walutowy. Wspomniany jednak wzrost zainteresowania ryzykiem kredytowym prowadzi do szybkiego rozwoju rynku innych instrumentów pochodnych, tzw. pochodnych kredytowych. Wydaje się więc, że chociaż trudno jednoznacznie oddzielić wpływ różnych innych czynników, efekt wprowadzenia euro można określić jako stworzenie bodźców do kompleksowej analizy i pomiaru ryzyka kredytowego.

Bibliografia

1. ECB, *Annual Report 2001*.
2. *Risk capital markets, a key to job creation in Europe. From fragmentation to integration*. European Commission. „Euro Papers” No. 32, January 1999.
3. G. Galati, K. Tsatsaronis: *The impact of the euro on Europe's financial markets*. BIS Working Papers No 100 Bank for International Settlements, July 2001.
4. J. Santillan, M. Bayle, Ch. Thygesen: *The Impact of the Euro on Money and Bond Markets*. European Central Bank, Occasional Papers, July 2000;
5. J. K. Solarz, D. Daniluk, J. Zombirt: *Integracja europejska a krajowe banki komercyjne*. Warszawa 1999 Biblioteka Menedżera i Bankowca.