

Jarosław Czaja

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ROZWÓJ RYNKÓW OBLIGACJI KORPORACYJNYCH STREFY EURO

Wprowadzenie

Celem artykułu jest ocena wpływu wprowadzenia euro na zwiększenie emisji obligacji korporacyjnych w Eurolandzie. Kwestia ta stała się szczególnie istotna nie tylko z powodu coraz większej otwartości gospodarczej różnych krajów (w tym państw Unii Europejskiej), ale też postępującego umiędzynarodowienia przedsiębiorstw. Wiele przedsiębiorstw, chcąc wykorzystać możliwości, jakie daje nowa wspólna waluta, zdecydowało się na emisję w niej swego zadłużenia, dokonując w ten sposób jego umiędzynarodowienia. Zwłaszcza że kiedy analizowano w latach 90. różne funkcje zaplanowanej do wprowadzenia wspólnej waluty, nie przewidywano, że będzie tak bardzo wykorzystywana do zadłużania się.

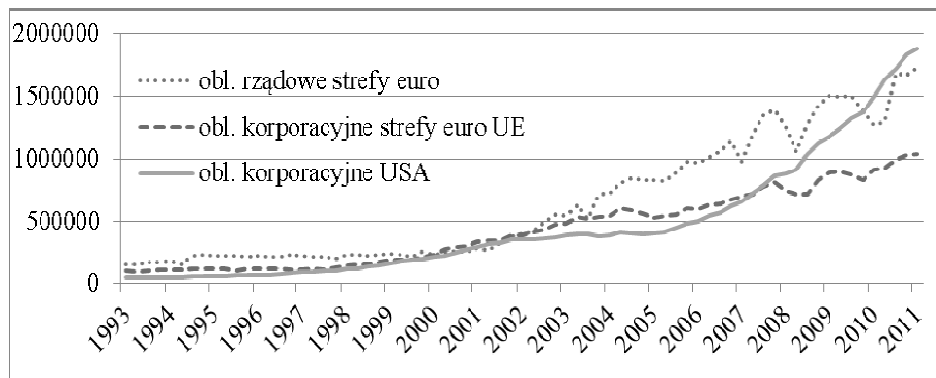
Wprowadzenie euro nie było jedynie rezygnacją z walut krajowych. Od tamtego czasu pieniądź ten spełnia funkcję łącznika wielu czynników (np. obawy o przyszłość USD), sprzyjających wzrostowi emisji obligacji korporacyjnych w celach inwestycyjnych. Dlatego też rozwiniętym rynkom papierów dłużnych tej kategorii przypisuje się funkcję promowania rozwoju gospodarczego i uznaje się je za potencjalne źródło informacji o przyszłej realnej działalności gospodarczej, a także warunkach kredytowych. Dzięki temu wielu inwestorów uznało korporacyjne papiery dłużne za alternatywne wobec obligacji rządowych, które nie zapewniały atrakcyjnej rentowności. Wzrost obrotów na krajowych rynkach finansowych po wprowadzeniu euro uczynił rynki obligacji bardziej płynnymi, stymulując możliwość powstawania i rozwoju podobnych struktur w nowych krajach członkowskich, jak GPW Catalyst w Polsce.

1. Rynek obligacji korporacyjnych strefy euro

Najważniejsze fundamenty prawne rynków obligacji korporacyjnych można odnaleźć w ogólnych rozwiązaniach, tworzących szerokie podstawy integracji finansowej w Unii Europejskiej. 9 czerwca 1998 roku w Cardiff Rada Euro-

pejska wezwała Komisję Europejską do opracowania ram działań na rzecz rozwoju jednolitego rynku usług finansowych. W maju 1999 roku Komisja opublikowała komunikat zawierający tzw. *Financial Services Action Plan* (FSAP), który został zatwierdzony przez Radę Europejską w Lizbonie w marcu 2000 roku. FSAP odnosi się do jednolitego rynku w całej UE jako całości. Składa się z wielu środków przeznaczonych do wypełnienia luk i usuwania barier, tak aby stworzyć odpowiednie warunki prawne, które bardziej zintegrują rynki finansowe UE¹. Nastawiono się na stworzenie pojedynczego rynku hurtowego, aby umożliwić emitentom korporacyjnym pozyskiwanie środków finansowych na konkurencyjnych warunkach w całej UE; umożliwienie inwestorom i pośrednikom dostępu do wszystkich rynków z jednego miejsca; umożliwienie inwestycji dostawcom usług finansowych i ich oferowania ponad granicami bez napotykania nadmiernych barier; ustanowienie ram ostrożnościowych dla inwestycji dokonywanych przez zarządzających funduszami.

Europejskie rynki obligacji korporacyjnych od dłuższego czasu rozwijają się bardzo dynamicznie. Jednak przed przyjęciem wspólnej waluty były one dość słabo rozwinięte², ponieważ wykorzystywano je głównie do emisji papierów wartościowych o bardzo niskich ratingach. Jednakże zmiany dotyczące przygotowania do przyjęcia euro coraz bardziej sprzyjały realizacji rosnących potrzeb finansowych.



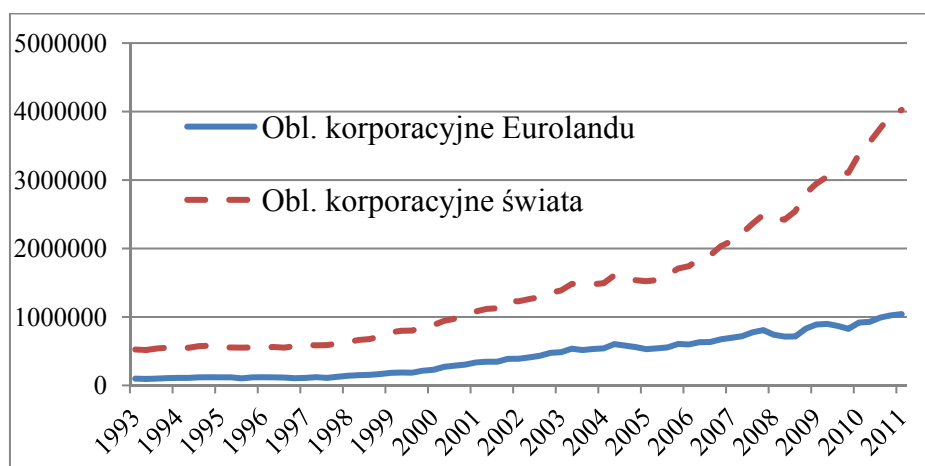
Rys. 1. Emisje obligacji korporacyjnych i rządowych w euro w krajach Eurolandu oraz korporacyjnych USA (dane kwartalne, 1993-2011, mln USD)

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych: Securities statistics and syndicated loans, Bank For International Settlements 2012, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

¹ The EU Financial Services Action Plan: A Guide, HM Treasury, The Financial Services Authority and the Bank of England, 31 July 2003, s. 6.

² Więcej w: A. Avadanei, European Corporate Bond Market Integration: Lessons From Emu, University of Iasi 2010.

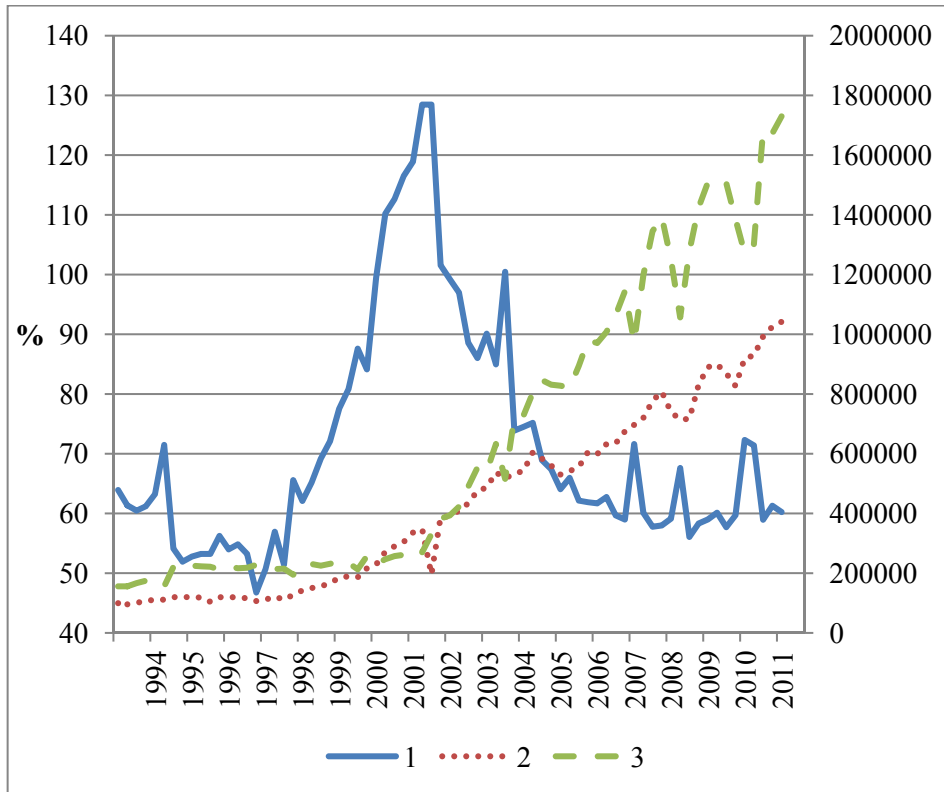
Rys. 1 i 2 pokazują znaczne zwiększenie emisji obligacji korporacyjnych po 2000 roku jako proces zachodzący nie tylko w Eurolandzie (związany m.in. z okresem, w którym USD przestał być ostoją bezpieczeństwa). Z jednej strony należy pozytywnie ocenić powstanie ogromnych możliwości realizacji potrzeb finansowych poprzez szybko rosnący rynek obligacji korporacyjnych. Natomiast z drugiej strony trzeba brać pod uwagę, że porównując okres przed wprowadzeniem waluty euro i potem, obserwuje się wielokrotny wzrost zadłużania się przedsiębiorstw oraz narastanie ku temu skłonności.



Rys. 2. Obligacje korporacyjne Eurolandu w euro na tle emisji obligacji przedsiębiorstw całego świata (dane kwartalne, 1993-2011, mln USD)

Źródło: Ibid.

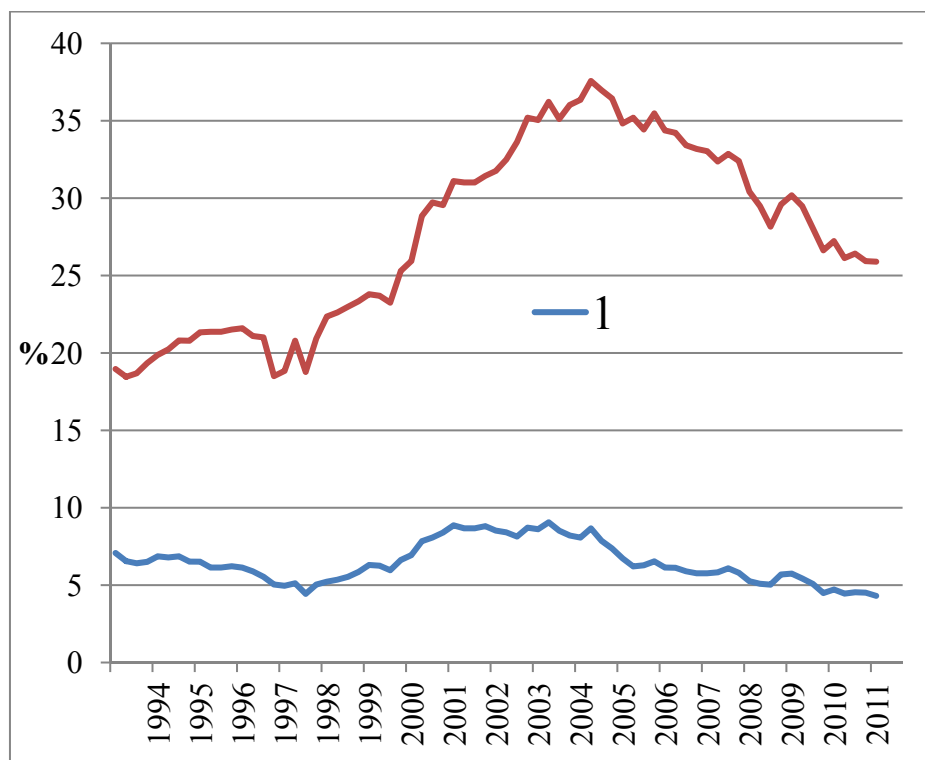
Rys. 3 pokazuje, że po 2001 roku w Eurolandzie wielkość emisji obligacji korporacyjnych w stosunku do rządowych zaczęła spadać, jednak osobno żaden z tych szeregów czasowych nie wykazał widocznego zmniejszenia. Obniżenie jednej wielkości wobec drugiej wynika z tego, że rządy krajów wspólnej waluty bardzo zwiększyły swoje emisje. W ten sposób zadłużenie sektora publicznego wzrosło do ogromnych wielkości, powiększających się od 2008 roku przez jeszcze bardziej rosnące potrzeby finansowe wywołane kryzysem. Jako element konkurencji na rynku długu, częściowo może to stanowić ograniczenie skłonności do zadłużania się przedsiębiorstw. Jednak najbardziej zdeterminowane korporacje mogą oferować niebezpiecznie wysokie oprocentowanie swych obligacji, uniemożliwiające wykup od inwestorów.



1 – wielkość emisji obligacji korporacyjnych emitowanych w euro wobec emisji obligacji rządowych,
 2 – emisje obligacji korporacyjnych,
 3 – emisje obligacji rządowych.

Rys. 3. Wielkość emisji obligacji korporacyjnych emitowanych w euro w krajach Eurolandu wobec emisji obligacji rządowych tego obszaru (dane kwartalne, 1993-2011)

Źródło: Ibid.



- 1 – wielkość emisji obligacji korporacyjnych emitowanych w euro w stosunku do wszystkich typów obligacji w krajach strefy euro,
 2 – wielkość emisji obligacji korporacyjnych krajów Eurolandu emitowanych w euro w stosunku do emisji obligacji korporacyjnych na całym świecie.

Rys. 4. Wielkość emisji obligacji korporacyjnych krajów Eurolandu emitowanych w euro w stosunku do emisji wszystkich typów obligacji krajów strefy euro i w stosunku do emisji obligacji korporacyjnych na całym świecie (dane kwartalne, 1993-2011)

Źródło: Ibid.

Podobny proces można zauważyć też na rys. 4. Wszystkie typy obligacji w krajach strefy euro, w tym korporacyjnych, na całym świecie przewyższyły wielkością emisje obligacji spółek Eurolandu. Jednak w tym przypadku doszło do tego po 2004 roku. Oznacza to, że poza tą grupą krajów, na świecie szybciej rosną potrzeby finansowe, wyprzedzając obszar wspólnej waluty. Jednak rys. 4 pokazuje, że w przypadku korporacji tempo to nie jest tak duże jak w przypadku sektora publicznego. Zwłaszcza że ten ostatni z powodu kryzysu podlega większemu naciskowi na wspieranie wzrostu gospodarczego.

2. Ogólna charakterystyka porównawcza rynku obligacji

Europejskie rynki obligacji tworzą złożoną strukturę. Można tu przede wszystkim wyróżnić sektor rządowy, komunalny, korporacyjny, a także hipoteczne listy zastawne i ich rodzaje. W każdym z nich można wskazać znaczne zróżnicowanie okresów zapadalności, rentowności, ryzyka, a także wielkości i rodzaju poszczególnych emitentów. Obecnie rynki te mają charakter raczej rozproszony, działają na podstawie wyceny przedstawionej przez animatorów rynku (będących głównie bankami inwestycyjnymi) i dealerów z jednej strony oraz brokerów z drugiej³.

Pomimo częściowego spowolnienia wynikającego ze zjawisk kryzysowych w 2008 roku i tylko nieznacznego zmniejszenia emisji, obligacje korporacyjne osiągają 30%⁴ udziału w światowym rynku długu i znajdują się na drugim miejscu po sektorze rządowych papierów wartościowych. Dokładniej ujmując, około 60% udziału ma rynek rządowy, 29% korporacyjny, 11% listy zastawne. Natomiast w przypadku USA rynek korporacyjny ma większy udział⁵.

Jednakże z punktu widzenia zaufania do waluty euro głównie ze strony mieszkańców Eurolandu, warto zwrócić uwagę na to, że rynek ten charakteryzuje się niskim udziałem inwestorów indywidualnych. Należy do nich mniej niż 5% bezpośrednich inwestycji europejskiego rynku obligacji. Większość jego uczestników na tym obszarze to inwestorzy instytucjonalni, tacy jak fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe i banki. W porównaniu do USA, udział inwestorów indywidualnych jest najbardziej znaczący na rynku obligacji komunalnych i wynosi około 20-25%. Natomiast z całej puli tego, czym dysponują instytucje finansowe, inwestorzy ci osiągają udział 6,9%.

³ Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets Executive Summary of the Final Report to The European Commission – Directorate-General for the Internal Market, London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting 2002, s. 62.

⁴ W Stanach Zjednoczonych rynek obligacji jest mniej więcej tej samej wielkości jak akcji. W Europie liczba obligacji to około dwóch trzecich całkowitej ilości papierów wartościowych pozostających do wykupu. Overview – The European and Global Bond Markets, Association for Financial Markets in Europe (AFME) 2011, <http://www.investinginbondseurope.org>.

⁵ V. Gaspar, P. Hartmann, The Euro and Financial Markets, The Euro and Money Markets: Lessons for European Financial Integration, Peterson Institute for International Economics, Washington 2005.

Tabela 1

Struktura regionalnej alokacji papierów wartościowych (w %) w roku 2006 i 2010

| | Fundusze inwestycyjne | | | | Fundusze emerytalne | | | |
|------------------------|-----------------------|------|-------|------|---------------------|------|-------|------|
| | Obligacje | | Akcje | | Obligacje | | Akcje | |
| | 2006 | 2010 | 2006 | 2010 | 2006 | 2010 | 2006 | 2010 |
| Kraj siedziby funduszu | 61,0 | 60,1 | 47,5 | 44,8 | 78,1 | 75,7 | 55,5 | 50,3 |
| Azja | 3,6 | 3,8 | 9,3 | 11,1 | 1,9 | 2,8 | 9,7 | 12,1 |
| Europa | 27,2 | 27,1 | 28,2 | 27,1 | 11,7 | 11,4 | 22,1 | 21,4 |
| Ameryka Pd. | 0,8 | 0,8 | 1,8 | 2,6 | 0,3 | 0,9 | 0,8 | 2,5 |
| Afryka | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,4 | 0,3 | 0,7 |
| Ameryka Pn. | 7,1 | 7,7 | 11,7 | 13,0 | 7,9 | 8,9 | 11,6 | 13,1 |

Źródło: IMF Survey on Global Asset Allocation 2010, IMF 2010, s. 24.

Tabela 1 pokazuje, że w Europie (głównie Eurolandzie) struktura portfeli funduszy inwestycyjnych i emerytalnych zawiera w sobie znacznie większy udział obligacji. Wydaje się, że jest to kolejny dowód większego nastawienia na wybór tej formy pożyczki i inwestycji zwłaszcza w porównaniu do innych regionów świata. Różnica uwidacznia się nawet (gdzie bardziej występuje preferowanie kredytu bankowego⁶) wobec Ameryki Pn. i jest 2-3-krotna, natomiast w pozostałych przypadkach jest ona jeszcze większa.

3. Akceptacja coraz niższych ratingów

Rozwojowi rynków obligacji korporacyjnych sprzyja powszechna akceptacja coraz niższych ratingów (przykładowo według agencji Moody's przed 2000 rokiem przekraczały średnio poziom B2, a potem w kolejnych latach zaczęły spadać do Caa1)⁷. Wydaje się, że jedną z przyczyn tego jest zmniejszenie zaufania do nich spowodowane zawyżaniem ratingów do 2008 roku i potem ich zaniżaniem. Jednak trzeba też podkreślić, że agencje ratingowe zostały obdarzone nadmiernym zaufaniem, ponieważ inwestorom było wygodniej uwolnić się od własnych czasochłonnych analiz. Sytuacja ta uruchomiła rozważania na temat ponownego zweryfikowania roli tych podmiotów, zakresu zgodności z prawdą ich ocen i wpłynęła na przekonanie, iż żadna agencja ratingowa nie przewidziała ani jednego kryzysu.

⁶ Więcej w: A. Ryan, A Brief Postwar History of US Consumer Finance, Working Paper 11-058, Harvard 2010; L. Calder, Financing The American Dream A Cultural History Of Consumer Credit, Princeton University Press, New Jersey 1999.

⁷ Corporate Default and Recovery Rates 1920-2008, Moody's Global Credit Policy, February 2009, s. 15 oraz G. Cici, The Performance of Corporate-Bond Mutual Funds: Evidence Based on Security-Level Holdings, Washington University, St. Louis 2010, s. 37.

Trzeba wziąć pod uwagę, że rosnąca ilość emisji i podmiotów dokonujących zakupu generuje coraz bardziej zintensyfikowaną wzajemną stymulację podaży i popytu, rozwijając samonapędzający się mechanizm. Niestety, sprzyja to powstaniu kolejnej bańki spekulacyjnej i skumulowaniu w przyszłości negatywnych skutków zadłużania się poprzez sprzedaż i zakup obligacji wszelkiego typu.

Na tle obligacji rządowych jedynie rozproszenie dłużników z sektora prywatnego (korporacji emitujących te papiery wartościowe) wydaje się czynnikiem pozytywnym. Mało jest prawdopodobne, aby w jednym czasie wszystkie zadłużone spółki utraciły możliwość wypłat odsetek i wykupu swoich papierów wartościowych. Jednakże ogromna ilość tego rodzaju długu, stanowiąca zróżnicowaną wielkość w portfelach inwestycyjnych, może wielu nabywców obligacji postawić w trudnej sytuacji.

Z drugiej strony, ogromny popyt i podaż długu korporacyjnego należy uznać za ważny czynnik ograniczający negatywny wpływ trwającego kryzysu. Tym bardziej że zadłużanie sektora publicznego Eurolandu, pożyczki płynnościowe, Europejski Fundusz Stabilizacji Finansowej (European Financial Stability Facility, EFSF) nie mogą dostarczyć odpowiedniej ilości pieniądza i w pełni zastępować sił rynkowych gospodarki. Emisje obligacji korporacyjnych na pewno ograniczyły kwoty, które zbierano na utworzenie wspomnianego Funduszu Stabilizacji (który będzie zastąpiony przez Europejski Mechanizm Stabilizacyjny)⁸. Jednak według OECD zgromadzone środki (EFSF około 500 mld EUR, EMS około 700 mld EUR⁹) są niewystarczające. Potrzeba minimum 1 bln EUR dla zabezpieczenia Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW), tak aby nie trzeba było tego instrumentu wykorzystywać do interwencji¹⁰. Szczególnie, że Euroland stara się uniknąć amerykańskich metod ograniczania zjawisk kryzysowych o charakterze *quantitative easing*. Ich skutkiem jest powszechny spadek wiarygodności danej waluty, wszystkich aktywów w niej wyrażonych oraz sektora prywatnego i publicznego, który korzystałby z takiej pomocy. Jednak o ile w ciągu najbliższych 2-3 lat nie dojdzie do załamania zdolności do obsługi swego zadłużenia przez wiele spółek, tolerowanie spadających ratingów przedsiębiorstw przy ciągle rosnących emisjach obligacji należy uznać za zjawisko dające więcej szans niż zagrożeń.

⁸ ESM będzie międzyrządową instytucją publicznoprawną prawa międzynarodowego na mocy traktatu podpisanego przez kraje strefy euro. Natomiast EFSF, przeciwnie, jest prywatną spółką prawa luksemburskiego. Więcej w: The European Stability Mechanism, „ECB Monthly Bulletin”, July 2011, s. 75.

⁹ Ibid., s. 82.

¹⁰ R. Emmott, Euro crisis needs „mother of all firewalls”: OECD, Brussels 2012, <http://www.reuters.com/article/2012>.

4. Wpływ waluty euro na decyzje o emisji obligacji korporacyjnych

Analizy różnych autorów oparte na zagregowanych danych stwierdzają istnienie tzw. efektu euro w decyzjach przedsiębiorstw co do wyboru sposobu finansowania ich działalności. „Galati i Tsatsaronis (2003) wskazują na znaczny spadek rentowności europejskich obligacji po wprowadzeniu UGiW. W strukturze finansowania efekt euro wykazano w konstruowaniu międzynarodowych portfeli obligacji (np. Lane 2006) oraz w międzynarodowych kredytach komercyjnych banków (np. Spiegel 2008). Wprowadzenie euro doprowadziło do zmniejszenia kosztów emisji w euro w porównaniu do wykorzystania walut krajowych przed powstaniem unii monetarnej (np. Santos i Tsatsaronis 2006). Coeurdacier i Martin (2006) dowodzą, że wprowadzenie euro zmniejszyło od 14% do 17% koszty transakcyjne na rynkach finansowych. Kim, Moshirian i Wu (2006) potwierdzają, że czas istnienia Eurolandu pokrywa się z okresem zwiększonej integracji rynków finansowych”¹¹.

Względy strategiczne również odgrywają rolę przy podejmowaniu decyzji o wydaniu obligacji w walucie obcej. W szczególności duże spółki są bardziej skłonne do przeprowadzenia międzynarodowej emisji obligacji. Jest to najczęściej spowodowane trzema przyczynami. Po pierwsze, chcą one zdywersyfikować swoją bazę inwestorów we wszystkich regionach walutowych. Po drugie, mogą być nastawione na ograniczenie pozyskiwania środków finansowych na rynkach krajowych. Po trzecie, mogą być lepiej znane za granicą i korzystać z łatwiejszego dostępu do inwestorów oraz niższych kosztów pożyczkowych na rynkach zagranicznych obligacji¹².

Możliwość zapewnienia sobie już w momencie emisji lepszej wyceny przyciągnęła wiele rodzajów podmiotów gospodarczych. Dotyczy to np. tych, którym trudniej otrzymać w wielu bankach dofinansowanie na odpowiednio korzystnych warunkach, czyli nowszych przedsiębiorstw, które dopiero rozpoczynają działalność lub nie dysponują odpowiednio długą historią operacyjną, a także w przypadku problemów z wielkością kapitału wymaganego do otrzymania ratingów. Obejmuje to też przedsiębiorstwa funkcjonujące w trudnych sektorach gospodarki, podmiotów zaangażowanych w finansowanie przejmowania małych podmiotów gospodarczych, w trakcie wykupu, fuzji lub restrukturyzacji.

¹¹ Cyt. za: G. Hale, The EMU Effect On the Currency Denomination Of International Bonds, FRBSF Economic Letter Number 2008-30, Economic Research Federal Reserve Bank Of San Francisco 2008, s. 1.

¹² N. Siegfried, Choice of Currency In Bond Issuance And The International Role of Currencies, Working Paper Series No 814, September 2007, European Central Bank 2007, s. 6.

Podsumowanie

Już w XX wieku przewidywano, że przyszła wspólna waluta będzie intensywnie stosowana do zaciągania zobowiązań¹³. Okazało się, że wśród sposobów wykorzystania euro jako waluty międzynarodowej najbardziej uwidoczniła się właśnie możliwość zadłużania się (po transakcjach na rynku derywatów¹⁴). Skorzysła z tego podmioty sektora publicznego i prywatnego, wywierając wpływ bezpośrednio lub pośrednio na wszystkie rodzaje rynków finansowych. Gdyby nie konieczność spłaty w przyszłości zaciągniętych zobowiązań, można by mówić wyłącznie o sukcesie waluty euro, w której zadłużenie sektora publicznego i prywatnego jest największe w historii zarówno Eurolandu, jak i poszczególnych jego członków.

Trzeba też dodać, że już w kilka lat pod podpisaniem traktatu z Maastricht doszło do rozpoczęcia spadku kosztów zadłużania i to bez względu na ich rodzaj. Wydaje się, że tak duża wielkość emisji obligacji sektora prywatnego świadczy o tym, że idea wprowadzenia euro odniosła wielki sukces na rynkach finansowych. Miała też ogromny wpływ na poprawę płynności i głębokości rynku papierów dłużnych w krajach UGiW, ale nie usunęło to wszystkich barier w integracji (...) ¹⁵. Dzięki wprowadzeniu wspólnej waluty wzrosło znaczenie obligacji poprzez większe zintegrowanie rynków finansowych Eurolandu i poszerzenie portfeli inwestycyjnych o walory z innych krajów strefy euro (co odnosi się również do obligacji korporacyjnych). Oznacza też, że doszło do zmodyfikowania zakresu zjawiska *home bias* (czyli preferowania gospodarki krajowej¹⁶) na rynkach finansowych Europy zachodniej jako całości. Przed przyjęciem euro zjawisko *home bias* inwestycji w obligacje mieściło się wyłącznie w granicach państwowych, a nie obejmowało rynków finansowych UGiW jako zjawiska ponadkrajowego.

¹³ J.M. Kool, *International Bond Markets and the Introduction of the Euro*, Federal Reserve Bank of St. Louis in 1999, s. 1.

¹⁴ Porównaj: dane statystyczne *Derivatives*, Bank For International Settlements 2012, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm> oraz *Securities*, Bank For International Settlements 2012, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

¹⁵ A. Samborski, *Rynek papierów dłużnych w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 5, NBP 2004, s. 64.

¹⁶ Zjawisko *home bias* w polskiej literaturze tłumaczone jest jako „preferencja kraju pochodzenia” lub „preferowanie gospodarki krajowej”. A. Kozłowska, *Zjawisko home bias w procesie integracji europejskiej*, „Equilibrium” 2010, nr 1 (4), Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Toruń 2010, s. 150.

Z całą pewnością rozwój wszelkich form pozyskiwania środków na działalność gospodarczą jest elementem nowoczesnej gospodarki rynkowej. Trzeba zauważyć, że pojawienie się euro i zapewnienie wyższej wiarygodności w stosunku do walut nowych krajów członkowskich przyczyniło się do znacznego wzrostu emisji obligacji korporacyjnych. Integracja walutowa zaczęła silniej wpływać na zmiany sposobu prowadzenia działalności gospodarczej, czyniąc ją coraz bardziej umiędzynarodowioną. Proces ten dokonuje się z niezwykle intensywnością od ponad dekady i oddziałuje na nowe kraje członkowskie. Jego istotnym elementem jest oczywiście kopiowanie zachowań inwestycyjnych, wpisujących się głęboko w redukcję ryzyka walutowego, jak również w dynamiczny przepływ kapitału między krajami strefy euro a resztą członków Unii Europejskiej.

DEVELOPMENT CORPORATE BOND MARKETS IN THE EURO AREA

Summary

The author tries to show the introduction of the euro has had a significant impact on the development of corporate bond markets in Euroland. Also, the period from the Maastricht Treaty until the moment of the abandon the national currency has played a positive impact. This was because different changes in preparation for adopting the euro, improved incentives for improving corporate bond issue in the future Euroland.