

Kamilla Marchewka-Bartkowiak

RYNEK RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH PAŃSTW STREFY EURO

RZĄDOWE PAPIERY WARTOŚCIOWE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA DEFICYTU BUDŻETOWEGO
I DŁUGU PUBLICZNEGO W ŚWIELE KRYTERIÓW Z MAASTRICHT

PROCES INTEGRACJI RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

WIELKOŚĆ RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

STRUKTURA PRZEDMIOTOWA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

STRUKTURA PODMIOTOWA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

ORGANIZACJA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO



EURO
OD A DO Z



**Kamilla Marchewka-
Bartkowiak**

Akademia Ekonomiczna
w Poznaniu
Katedra Teorii Pieniądza
i Polityki Pieniężnej

WSTĘP

Rządowe papiery wartościowe generalnie służą władzom do zaciągania pożyczek w celu finansowania deficytu budżetowego oraz powstałego wtórnie długu publicznego, w związku z tym mogą stanowić wyznacznik kondycji budżetowej państwa. Dla banku centralnego określają wskaźnik cenowy, istotny przy realizacji strategii monetarnych. Są też instrumentem często wykorzystywanym jako zastaw w operacjach z bankami komercyjnymi. Dla pozostałych inwestorów rynkowych są atrakcyjną formą lokaty kapitałowej, instrumentem zarządzania płynnością, zabezpieczeniem lub podstawą do weryfikacji i ich uczestnictwa w innych segmentach rynku finansowego.

Tak szerokie zastosowanie rządowych papierów wartościowych wynika z zasadniczych cech ich rynku, z których najważniejsze to: minimalne ryzyko kredytowe emitenta, szeroki zazwyczaj zakres rozwiązań konstrukcyjnych, duża płynność rynku z wysoce rozwiniętą infrastrukturą.

Powyższe determinanty funkcjonowania rynku rządowego są obecnie charakterystyczne nie tylko dla rynków krajowych, ale również dla formułującego się zintegrowanego rynku unijnego, szczególnie rynku państw członkowskich Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

Wspólny rynek krajów należących do UGW stanowi najnowszy segment rynku finansowego, biorąc pod uwagę kryterium geograficzne oraz rodzaj waluty. Tworzą go cząstkowe rynki wewnętrzne dwuna-



stu państw, tj. Austrii, Belgii, Finlandii, Francji, Grecji, Hiszpanii, Holandii, Irlandii, Luksemburga, Niemiec, Portugalii oraz Włoch¹.

Główną konsekwencją integracji analizowanego obszaru będzie stworzenie prawdopodobnie drugiego co do wielkości rynku rządowych papierów wartościowych na świecie. Jak zakładano w 1999 r., jego waga w światowych indeksach obligacji rządowych powinna wynosić wstępnie 30%, w porównaniu z 40% dla rynku amerykańskiego oraz 16% dla japońskiego. Wprowadzenie zaś określonych konwencji rynkowych oraz prorynkowe działania poszczególnych emitentów powinny spowodować powstanie w najbliższym czasie wysoce zintegrowanego i efektywnego rynku rządowych papierów wartościowych na świecie.

Efektywność w tym przypadku powinna przejawiać się w stworzeniu przejrzystego, płynnego i atrakcyjnego rynku dla pozyskania inwestorów szukających alternatywnych źródeł finansowania, a przez to zdobycie kapitałów dla poszczególnych emitentów (rządów). Konieczność zagwarantowania efektywnego rynku spowodowała obecnie, iż konkurencyjność emitentów rządowych znacznie wzrosła i, poprzez wyeliminowanie czynnika kursowego (zerowe ryzyko kursowe na obszarze euro), zawęziła się do bardziej intensywnych działań związanych przede wszystkim z organizacją rynku oraz wiarygodną polityką rządów (minimalizacja ryzyka płynności i ryzyka kredytowego).

Określony poziom standaryzacji papierów wartościowych oraz podobieństwo rozwiązań rynkowych powinny być zatem widoczne w prowadzonej prorynkowej polityce zarządzania długiem publicznym. Jej reformy przybrały ostatnio na sile, szczególnie w krajach UGW, obejmując działania dotyczące przede wszystkim rynku pierwotnego, ale również wtórnego rynku rządowych papierów wartościowych. Pozycja rynkowa poszczególnych krajów jako emitentów, przy nadal zróżnicowanych potrzebach pożyczkowych, wymusza rozwiązania, które zapewnią realizację priorytetowych celów budżetowych. Jest to szczególnie istotne w krajach strefy euro, mających wspólną politykę pieniężną i nadal autonomiczną politykę fiskalną i budżetową, ale przy nałożonych odgór-

¹ Grecja, Szwecja, Wielka Brytania oraz Dania nie weszły do UGW w 1999 r. Grecja i Szwecja nie spełniły kryteriów konwergencji – Szwecja nie należała i nadal nie należy do ERM, Grecja została członkiem UGW dopiero z dniem 1 stycznia 2001 r. Wielka Brytania i Dania zostały objęte wyłączeniem (tzw. *opt – out*), dającym prawo nieuczestniczenia w UGW od początku, ale mają one możliwość przystąpienia do Unii w późniejszym czasie.

nie ograniczeniach poziomu **deficytu budżetowego (maksymalnie 3% PKB)** i **długu publicznego (maksymalnie 60% PKB)**. Dodatkowo obowiązuje zasada braku odpowiedzialności UE oraz UGW za zobowiązania zaciągane przez kraje członkowskie (*no – bailout principle*). W tej sytuacji wpływ poszczególnych emitentów obszaru unijnego na rozwój i integrację rynku rządowych papierów wartościowych oraz zajęcie odpowiedniej pozycji na nim muszą odgrywać bardzo ważną rolę strategiczną dla poszczególnych państw członkowskich.

RZĄDOWE PAPIERY WARTOŚCIOWE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA DEFICYTU BUDŻETOWEGO I DŁUGU PUBLICZNEGO W ŚWIETLE KRYTERIÓW Z MAASTRICHT

W 1997 r. aż 11 państw UE kandydujących do UGW miało wyraźne problemy z osiągnięciem referencyjnego poziomu zadłużenia, wśród nich 9 krajów należących do strefy euro. W 3 państwach – Belgii, Grecji, Włoszech – poziom długu publicznego prawie (lub ponad) dwukrotnie przewyższał dopuszczalne kryterium. Dodatkowo w tym samym roku w Pakcie Stabilności i Wzrostu nałożono restrykcje dotyczące poziomu

TABELA 1 *Realizacja kryteriów budżetowych w krajach UGW w wybranych latach (% PKB)*

KRAJE	DEFICYT BUDŻETOWY (-) LUB NADWYZKA (+)			DŁUG PUBLICZNY		
	1997	2001	2003	1997	2001	2003
	AUSTRIA	-2,5	-0,1	0,3	66,1	61,7
BELGIA	-2,1	0,2	0,2	122,2	107,5	99,4
FINLANDIA	-0,9	4,9	2,7	55,8	43,6	41,7
FRANCJA	-3,0	-1,4	-1,8	58,0	57,2	59,2
GRECJA	-4,0*	0,1	0,5	108,2	99,7	95,1
HISZPANIA	-2,6	0,0	0,0	66,6	57,2	53,5
HOLANDIA	-1,4	0,2	-0,4	72,1	53,2	47,4
IRLANDIA	0,9	1,7	0,2	66,3	36,6	24,0
LUKSEMBURG	1,7	5,0	2,5	6,7	5,5	5,1
NIEMCY	-2,7	-2,7	-2,1	61,3	59,8	60,1
PORTUGALIA	-2,5	-2,7	-2,5	62,0	55,6	53,3
WŁOCHY	-2,7	-1,5	-1,3	121,6	109,4	105,6

* Wytłuszczenie oznacza poziom danego wskaźnika powyżej ustalonego kryterium.

Źródło: EBC oraz Stability programmes i Convergence programmes (dane uwzględniają dochód ze sprzedaży licencji UMTS).



deficytu budżetowego. Spowodowało to, że kryteria budżetowe stały się w zasadzie priorytetowe dla poszczególnych rządów, przyspieszając w ten sposób wiele reform dokonujących się na tym obszarze.

Jak wynika z tabeli 1, polityka równoważenia budżetu (czy powiększania nadwyżki budżetowej) i obniżania długoterminowych potrzeb pożyczkowych rządów była i będzie realizowana w kolejnych latach. W 2001 r. tylko w pięciu krajach wystąpił deficyt budżetowy (najwyższy w Niemczech i Portugalii) i tylko cztery nie osiągnęły maksymalnego dopuszczalnego poziomu zadłużenia.

Z prognoz na następny rok wynikają zazwyczaj dalsze obniżki analizowanych wskaźników. Charakterystyczny jest deklarowany poziom długu publicznego w dwóch krajach najbardziej zadłużonych – poniżej 100% PKB. Rząd włoski, mimo zapewnień rok po wejściu do UGW, że w 2003 r. zadłużenie wyniesie 99,6% PKB, obecnie prognozuje jednak wolniejsze tempo obniżki tego wskaźnika. Bieżący rok dla całej strefy euro powinien zatem zakończyć się deficytem budżetowym w wysokości 1,4% PKB oraz zadłużeniem na poziomie 68,4% PKB.

Biorąc pod uwagę powyższe dane należy podkreślić, że zmniejszająca się w ten sposób konieczność zaciągania pożyczek przez rządy stanowi podłoże do zmiany warunków emisyjnych poszczególnych krajów strefy euro.

W tym kontekście uzasadnione wydaje się pytanie, czy w przypadku obniżenia wymagań pożyczkowych rządów prawie do zera rynek tych instrumentów nadal powinien istnieć i jakie powinny być działania rządów poszczególnych krajów UGW. Zagadnienie to jest już podnoszone przez wielu autorów, gdyż zmniejszające się wskaźniki zadłużenia państw będą niewątpliwie wpływały na funkcjonowanie rynku finansowego, tak jak na całą gospodarkę strefy euro.

Przede wszystkim zwraca się uwagę na to, w jakim stopniu zmniejszenie lub wyeliminowanie rynku rządowych papierów wartościowych będzie oddziaływało na wydajność i funkcjonowanie całego rynku finansowego, jakie byłyby koszty ewentualnego ponownego uruchomienia emisji rządowych papierów wartościowych w świetle nieoczekiwanych zmian oraz jak powyższe zjawiska (zmniejszenie długu, deficytu i wyeliminowania segmentu rynku rządowego) będą wpływały na ogólny

poziom oszczędności, stopy procentowe, wzrost gospodarczy krajów członkowskich UGW.

Powyższe pytania i odpowiedzi na nie dotyczą już niedalekiej przyszłości, dlatego najważniejszym zadaniem na dziś, mającym ułatwić rozwiązanie oczekiwanych problemów jest podjęcie przez poszczególne państwa strefy euro intensywnych przemian w kierunku pełnej integracji rynku rządowych papierów wartościowych.

PROCES INTEGRACJI RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W STREFIE EURO

Integracja rynku instrumentów rządowych jest obecnie jednym z procesów, mającym na celu stworzenie wspólnego obszaru finansowego na terenie unijnym. Docelową datą wyznaczoną na szczycie w Lizbonie jest 2005 r. W przypadku omawianego segmentu instrumentów postuluje się działania leżące w kompetencjach poszczególnych rządów, a uwarunkowane zasadami prowadzonej przez nie polityki emisyjnej w ramach zarządzania długiem publicznym.

Obserwowana po 1999 r. zwiększona konkurencja między emitentami papierów rządowych spowodowała jednak wyraźną segmentację rynku unijnego².

Zwraca się uwagę na jej trzy podstawowe źródła. Pierwszym jest występowanie dwunastu różnych emitentów, a w związku z tym dwanaście rynków pierwotnych powyższych instrumentów oraz tyle samo poziomów ryzyka kredytowego (wiarygodności emitenta). Drugim źródłem jest występująca obecnie wysoka konkurencja (wręcz agresywna walka) między poszczególnymi emitentami o udział w nowym segmencie rynku oraz o bazowy status ich emisji. Jako trzecie źródło wymienia się wiele strukturalnych przyczyn braku ujednoczenia powyższego rynku, wynikłych z różnych rozwiązań emisyjnych i infrastrukturalnych poszczególnych segmentów krajowych.

² Segmentacja rozumiana jako zróżnicowanie poziomu rozwoju analizowanego rynku, na skutek słabej koordynacji działań zarządzających długiem publicznym w poszczególnych państwach (ang. *fragmentation*).



Podkreśla się także liczne negatywne konsekwencje braku standaryzacji omawianego rynku od segmentacji krzywej dochodowości dla podstawowych instrumentów rządowych do możliwości destabilizacji finansowej oraz wyższej podatności rynku unijnego na szoki finansowe³.

Konieczna jest zatem większa koordynacja zarządzania długiem publicznym w poszczególnych krajach członkowskich UGW.

W związku z tym w raporcie opracowanym w 2000 r. przez grupę specjalistów do spraw rynku rządowych papierów wartościowych UE⁴, działającej przy Komisji Europejskiej określono zadanie, mające na celu nakierowanie rządów krajów członkowskich ku integracji omawianego segmentu rynku – przede wszystkim poprzez harmonizację oraz standaryzację technik i procedur emisji papierów rządowych. Spowoduje to stworzenie homogenicznego rynku długu rządowego i w ten sposób poprawi jego płynność oraz zwiększy aktywność rynku transakcji terminowych.

Dodatkowo postulowano koordynację działań emitentów, bazującą na wspólnym kalendarzu emisji. Ma się to przyczynić do stworzenia inwestorom bardziej stabilnych i przewidywalnych warunków podażowych, zmniejszyć ryzyko rynkowe związane z niepewnością i/lub konfliktami między emisjami poszczególnych krajów.

Wyższym stopniem koordynacji byłoby stworzenie łącznej emisji większej liczby standardowych instrumentów dłużnych, być może przez jedną wspólną instytucję zarządzania długiem z udziałem jednolitych pośredników rynkowych.

Do realizacji powyższych założeń poszczególne państwa członkowskie podchodzą jednak w różny sposób. Jest to widoczne w przyjmowanych przez nie strategiach, a przez to w organizacji krajowych rynków rządowych papierów wartościowych.

Od 1999 r. widoczne są jednak zmiany, których rezultaty oceniane są już jako działania zmierzające do osiągnięcia pożądanego stanu inte-

³ *International Capital Markets – Developments, Prospectus and Key Policy Issues*. IMF, August 2001.

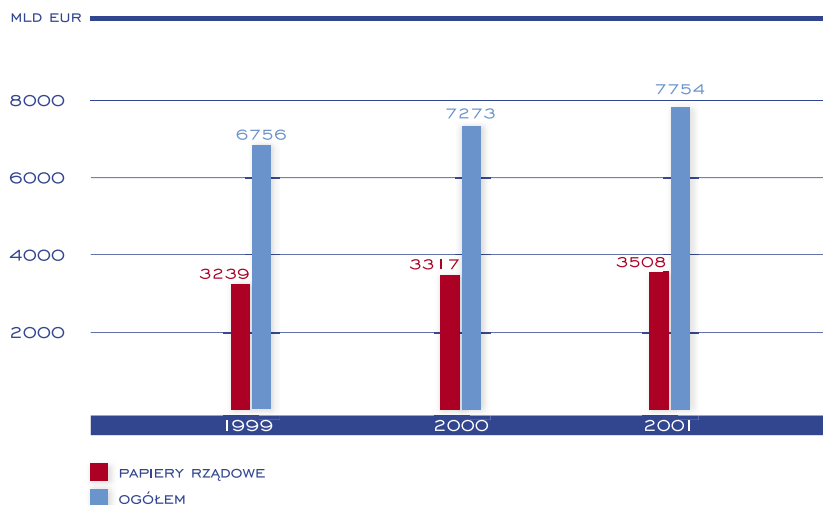
⁴ Report of the Giovannini Group. *Coordinated Public Debt Issuance in the Euro Area*. 8 November 2000.

gracji rynku rządowych papierów wartościowych, zarówno w ramach jego funkcjonowania, jak i prowadzenia polityki zarządzania długiem publicznym przez państwa strefy euro.

WIELKOŚĆ RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

Jak już wspomniano, jedną z głównych przyczyn zmian wielkości emisji rządowych papierów są coraz lepsze wielkości wskaźników budżetowych osiągnięte przez poszczególne kraje strefy euro. Nie należy jednak zapominać, że procesy integracyjne i nowe uwarunkowania rynkowe powodują zmiany także w innych segmentach rynku finansowego. W związku z powyższym widoczna jest już od dłuższego czasu tendencja do zmniejszania się wielkości rynku rządowych papierów wartościowych w całości rynku papierów dłużnych.

WYKRES 1 *Wielkość rynku rządowych papierów wartościowych w całości rynku papierów dłużnych euro w latach 1999-2001**



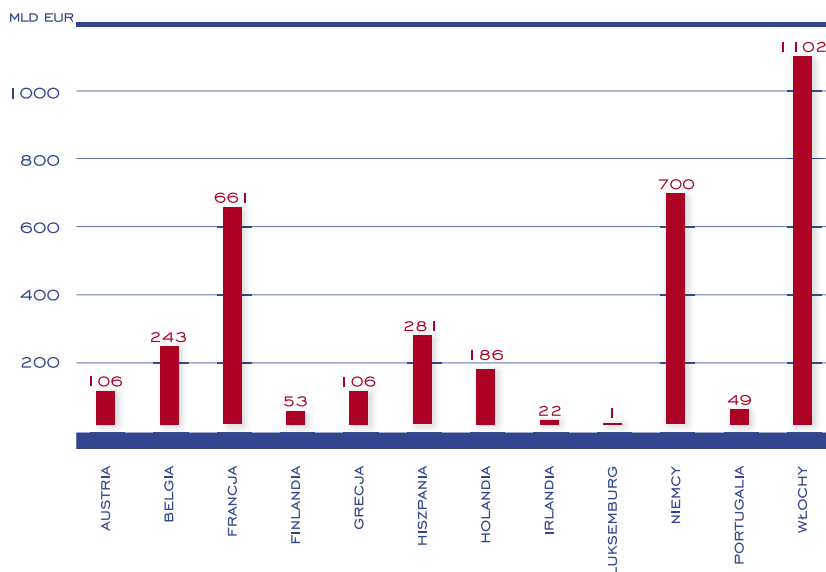
* Dane do lipca 2001 r.

Źródło: ECB.



Jak wynika z wykresu 1, ogólne rozmiary rynku papierów dłużnych znacznie się zmieniają, natomiast tempo wzrostu segmentu rządowego jest zdecydowanie wolniejsze. Jeszcze rok przed utworzeniem UGW udział instrumentów rządowych w całości rynku instrumentów dłużnych wynosił ponad 51%, a już w 2000 r. zmniejszył się o prawie 5 pkt. proc. (do lipca 2001 r. wynosił 45,24%).

WYKRES 2 *Wielkość rynku rządowych papierów wartościowych państw strefy euro – pierwsza połowa 2001 r. (do wykupu)*



Źródło: EBC.

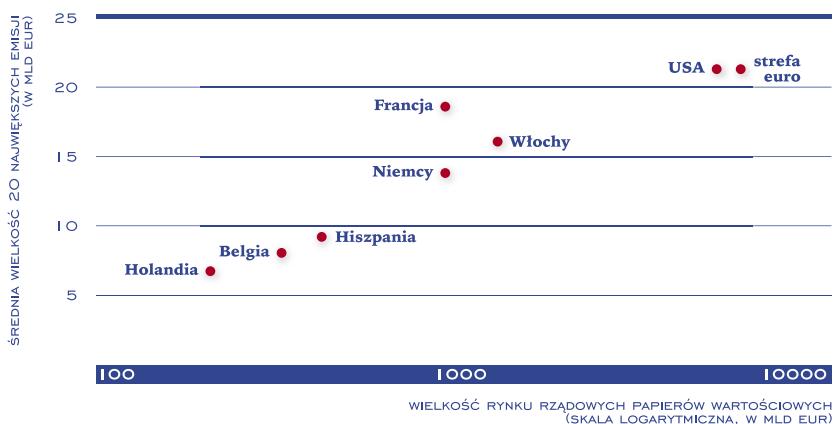
Z analizy poszczególnych rynków krajowych wynika wyraźnie, że podaż instrumentów rządowych zależy z jednej strony od rozmiarów finansowania potrzeb pożyczkowych rządów, ale z drugiej od celów przyjętych w ramach polityki zarządzania długiem i obranej strategii rynkowej.

W 2000 r. największy udział w rynku rządowych papierów wartościowych całej Unii Europejskiej miały Włochy, Niemcy i Francja. Łącznie ich instrumenty stanowiły prawie 60% rynku. Taki był tym samym ich udział w łącznym poziomie długu publicznego UE. Niedaleką pozycję

zajmowała również Wielka Brytania z 12% udziałem. Pozostałe jedenaście państw UE stanowiło zaledwie 28% udziału. Podobna była sytuacja w pierwszej połowie 2001 r. (wykres 2). Łącznie od 1999 r. rozmiary rynku rządowych papierów wartościowych strefy euro są porównywalne z rozmiarami zarówno rynku amerykańskiego, jak i japońskiego⁵.

Na tej podstawie rysuje się wstępny obraz poziomu konkurencyjności rządowych emitentów unijnych. Należy zgodzić się ze stwierdzeniem, iż kraje dominujące (Niemcy, Francja, Włochy) zdecydowanie odbiegają od reszty państw nie tylko poziomem obrotów, ale także związaną z tym większą płynnością ich rynku, co pokazuje wykres 3. To one określają warunki bazowe rozwoju pozostałych rynków krajowych i należą do zdecydowanych liderów rynkowych. Szczególnie podkreślana jest rola Francji i Niemiec, które obecnie walczą o dominującą pozycję (*benchmark issue*) ich emisji rządowych. Włochy, aby dorównać strategicznie tej grupie muszą uporać się przede wszystkim z wysokim długiem publicznym. Wśród pozostałych państw UE Wielka Brytania także znajdzie się na szczycie „ligi” z chwilą wyeliminowania nadal ist-

WYKRES 3 *Najbardziej płynne rynki rządowych papierów wartościowych państw strefy euro*



Źródło: Annual Report 2000/2001, Agency France Tresor, s. 16.

⁵ Z danych EBC oraz BIS wynika, że w pierwszej połowie 2001 r. wielkość rynku rządowych papierów wartościowych strefy euro wynosiła 3.510 mld EUR, natomiast rynku amerykańskiego i japońskiego (dane na koniec 2000 roku) odpowiednio 3.217 mld EUR oraz 3.897 mld EUR.



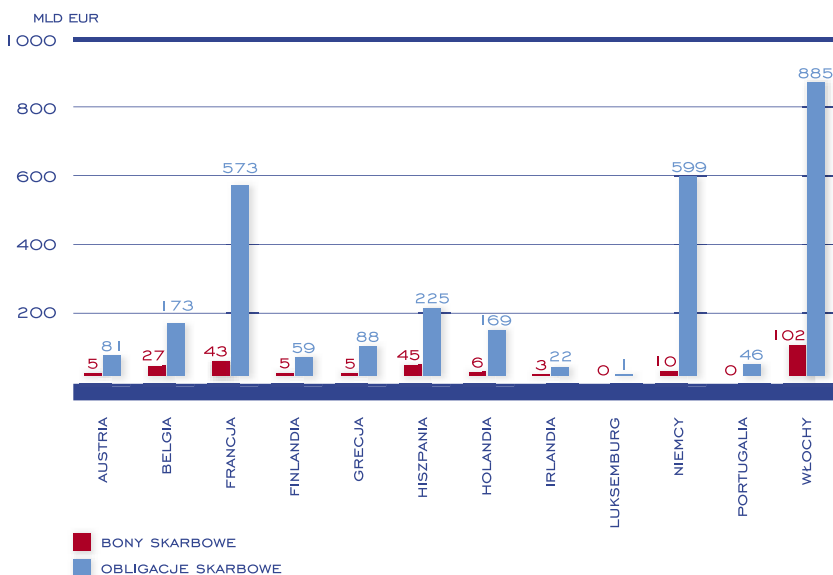
niejącego tutaj ryzyka kursowego, które ogranicza preferencje popytowe inwestorów ze strefy euro.

Można także wyłonić grupę pretendentów rynkowych, tj. Hiszpanię, Belgię i Holandię. Jednak kraje te, podobnie zresztą jak pozostałe państwa, muszą walczyć o zdecydowaną i ustabilizowaną pozycję rynkową, poprzez spełnienie wielu jeszcze warunków rozwoju krajowych rynków papierów rządowych.

STRUKTURA PRZEDMIOTOWA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

Pod względem struktury rodzajowej rynku rządowych papierów wartościowych poszczególnych państw strefy euro zdecydowanie najwyższą pozycję zajmują instrumenty średnio- i długoterminowe, czyli ogólnie obligacje z terminem zapadalności powyżej 1 roku (wykres 4).

WYKRES 4 *Krajowe rynki rządowych papierów wartościowych państw strefy euro w 2000 r. (na koniec grudnia)*



Źródło: EBC.

Analiza dynamiki wielkości podaży wszystkich kategorii papierów rządowych w ostatnich latach wyraźnie pokazuje zmniejszającą się liczbę emisji klasycznych bonów skarbowych, których konstrukcja uległa ujednoliceniu w większości państw członkowskich UGW. Są to zatem papiery dyskontowe z 3-, 6-, 9- i 12-miesięcznym okresem zapadalności, emitowane w postaci elektronicznej (*book-entry*).

Z drugiej jednak strony w ostatnim okresie zwiększyła się liczba emisji tzw. bonów do zarządzania płynnością (*cash management bills*), o bardzo krótkich, niestandardowych terminach wykupu. Instrumenty te dają możliwość zastosowania bardziej efektywnych i nowoczesnych technik zarządzania płynnością budżetową, a wprowadzone zostały m.in. przez Austrię (*Uebersicht ueber das ATB – Programm*), Belgię (*Belgian Treasury Bill Programme – BTBs*), Niemcy (*Bundeskassenscheine*) i Francję (*krótkoterminowe BTFs*).

Redukcja emisji papierów krótkoterminowych powoduje wzrost rozmiarów segmentu obligacji rządowych. Wśród nich papierem bazowym jest stałoprocentowa rynkowa obligacja 10-letnia denominowana w euro, emitowana w największych ilościach przez większość państw UGW (tabela 2).

TABELA 2 *Udział w sprzedaży obligacji skarbowych w krajach strefy euro według terminu zapadalności po 2000 r. (w %)*

KRAJ	LICZBA LAT DO TERMINU ZAPADALNOŚCI				
	2001 – 2004	2005 – 2008	2009 – 2012	2013 – 2020	2021 –
AUSTRIA	4	52	35	–	10
BELGIA	1	29	52	8	10
FINLANDIA	29	–	71	–	–
FRANCJA	21	31	39	–	8
GRECJA	23	28	26	23	–
HISZPANIA	27	27	30	8	8
HOLANDIA	44	–	56	–	–
IRLANDIA	–	51	38	11	–
NIEMCY	22	25	40	–	13
PORTUGALIA	–	33	67	–	–
WŁOCHY	38	27	19	–	16

W tabeli nie uwzględniono Luksemburga.

Statystyka dotyczy sprzedaży krajowych obligacji stałoprocentowych.

Wytuszczenie dotyczy największych udziałów.

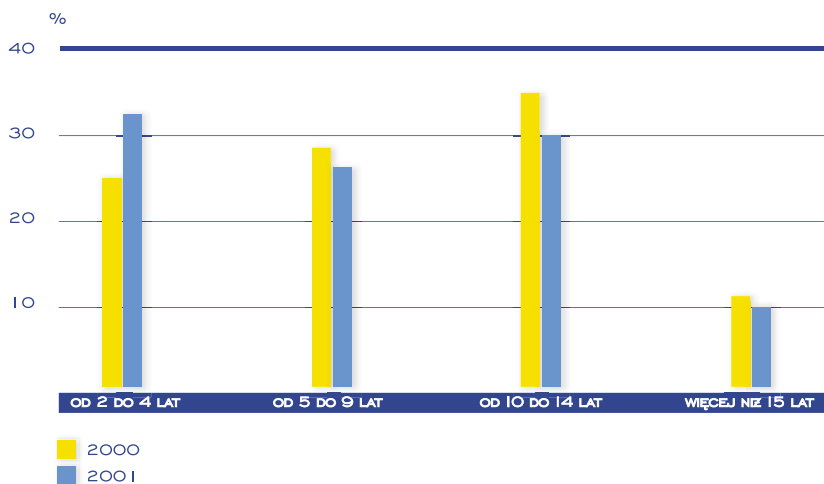
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych przez poszczególne kraje.



Stopa dochodowości 10-letnich obligacji rządowych jest także podstawową stopą referencyjną wykorzystywaną do oceny atrakcyjności inwestycji w papiery poszczególnych rządów. Z tego względu jest to jedno z głównych kryteriów monetarnych UGW.

W trzech największych państwach UGW, czyli Francji, Niemczech i we Włoszech, wolumen serii obligacji 10-letnich do wykupu w 2000 r. wyniósł ponad 20 mld EUR, podczas gdy w Belgii, Holandii i Hiszpanii kształtował się między 10 a 15 mld EUR. W pozostałych państwach poziom ten wynosił około 5 mld EUR⁶. Należy jednak zwrócić uwagę na wrastającą wielkość emisji papierów średnioterminowych (od 2 do 4 lat), która w 2001 r. była największa dla całej strefy euro.

WYKRES 5 *Wielkość emisji rządowych papierów wartościowych w strefie euro w latach 2000 i 2001 – według terminów wykupu*



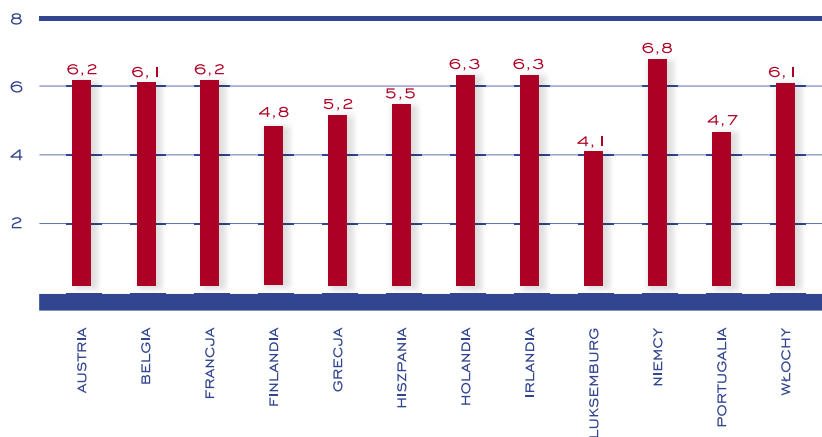
Źródło: Deutsche Bank.

Ogólnie zatem dominująca pozycja instrumentów średnio- i długoterminowych w całej ofercie podażowej poszczególnych państw UGW powoduje zmiany średniego okresu zapadalności portfela rządowych papierów wartościowych.

⁶ Należy zaznaczyć, iż emisje powyższej 5 mld EUR determinowane są obecnie przez wymóg stawiany obligacjom denominowanym w euro w systemie obrotu elektronicznego Euro MTS. Minimalna wielkość obligacji do wykupu wynosi właśnie 5 mld EUR.

Jak wynika z wykresu 6, przeciętny termin zapadalności rządowych papierów wartościowych strefy euro w 2000 r. kształtował się od 4,1 dla Luksemburga do 6,8 lat dla Niemiec. Średnio dla całego obszaru wynosił 5,7. Powyższy wskaźnik w kilku państwach omawianego rynku jest traktowany corocznie jako jeden z docelowych kierunków prowadzonej nowej techniki zarządzania długiem publicznym. Wykorzystuje ona bazowy (referencyjny) portfel instrumentów rządowych, który przedstawia hipotetyczny wzorzec emisji i kompozycji długu publicznego (ang. *benchmark portfolio*).

WYKRES 6 Średni okres zapadalności rządowych papierów wartościowych strefy euro w 2000 r.



Źródło: EBC.

Znaczące ujednoczenie konstrukcji papierów rządowych widoczne jest także w ich walucie oraz rodzaju oprocentowania. Wprowadzenie od 1999 r. wspólnego pieniądza spowodowało wzrost liczby instrumentów denominowanych w euro w portfelach poszczególnych rządów. Obecnie ilość papierów rządowych strefy euro w innych walutach na ogół nie przekracza 20%.

Standaryzacja dotyczy też rodzaju oprocentowania, z dominującym lub jedynym udziałem papierów stałoprocentowych (tabela 3).



TABELA 3 Rodzaj oprocentowania obligacji rządowych państw strefy euro (w %)

KRAJ	STAŁOPROCENTOWE	ZMIENNOPROCENTOWE	INDEKSOWANE	INNE
AUSTRIA	99	1	0	0
BELGIA	99	1	0	0
FINLANDIA	100	0	0	0
FRANCJA	94,5	4	1,5 (FRANCUSKIE CPI)	0
GRECJA	64	36	BD	0
HISZPANIA	100	0	0	0
HOLANDIA	97,4	2,6	0	0
IRLANDIA	100	0	0	0
LUKSEMBURG	100	0	0	0
NIEMCY	77,4	8,5	0	14,1
PORTUGALIA	87,3	12,7	0	0
WŁOCHY	74	26	0	0

Źródło: Progress report on EU government Bond instruments, Economic and Financial Committee, Brussels, October 2000.

Według stanu na 2000 r., największy udział (ponad 10%) papierów zmiennoprocentowych miały: Grecja, Włochy i Portugalia. Było to konsekwencją wcześniejszych preferencji emisyjnych tych rządów z lat 80. i 90. Trend ten jest jednak systematycznie obniżany w powyższych krajach. Przykładowo w Grecji pod koniec 2001 r. proporcje między oprocentowaniem stałym i zmiennym wynosiły już 70% i 30%⁷.

Zmniejszony poziom emisji papierów krótkoterminowych i nakierowanie podaży na rynkowe stałoprocentowe obligacje długoterminowe nie eliminują obecnie świadomego wprowadzania na rynek innych typów papierów rządowych. Należy jednak podkreślić, że na różnicowanie portfela mogą sobie pozwolić przede wszystkim więksi emitenci, z unormowaną pozycją rynkową.

Strategię penetracji nisz rynkowych prowadzi przede wszystkim Francja, która intensywną walkę o bazowy status swojej oferty na rynku unijnym rozpoczęła jeszcze przed 1999 r. Rząd tego kraju m.in. jako pierwszy wśród państw UE wprowadził program STRIPS (*Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*)⁸, ma-

⁷ Recent Developments in Public Debt Management, Public Debt Division, Ministry of Finance, Hellenic Republic, November 2001.

⁸ Tłum. Program Oddzielnej Emisji Rejestrowanych Odsetek i Nominałów Papierów Wartościowych.

jący na celu oddzielenie kuponów wyznaczonych papierów rządowych oraz osobny obrót podstawą kapitałową i wyodrębnionymi kuponami odsetkowymi. Poza tym w 1998 r. zapoczątkował wśród państw UGW emisję obligacji indeksowanych⁹, a także wprowadził na rynek w 1996 r. obligacje zmiennoprocentowe (TEC 10 OAT) z kwartalnymi indeksowanymi kuponami.

Zaprezentowane wcześniej zjawiska, a więc zwiększony wolumen emisji rządowych papierów wartościowych (zwłaszcza w krajach dominujących) po 1999 r. oraz dążenie do stworzenia standardowych portfeli bazowych wiążą się również z tym, że instytucje zarządzania długiem publicznym mają możliwość wykorzystywania w coraz większym stopniu operacji na składnikach długu.

Do najważniejszych z nich należą przede wszystkim operacje odkupu rządowych papierów wartościowych przed terminem ich zapadalności (*buy – back operations*), operacje wymiany (*switching/exchange operations*) jednej serii obligacji przed okresem ich wykupu (np. zmiennoprocentowych) na inną serię (np. stałoprocentowe) lub wymiany tego samego rodzaju papieru, ale z dłuższym terminem zapadalności. Operacje *buy – back* przyczyniają się przede wszystkim do zmniejszania ryzyka stóp procentowych oraz refinansowania, zamiana zaś prowadzi do zwiększenia płynności oraz ugruntowania pozycji rynkowej głównych serii emisyjnych poszczególnych rządów.

Dodatkowo stosowane są również transakcje *repo* (*reverse repo*), czyli zakup (sprzedaż) papierów rządowych z przyrzeczeniem ich odsprzedaży (odkupu) w określonym czasie i po określonej cenie. Ten typ operacji wykorzystywany jest obecnie przez większość rządów państw UGW, przede wszystkim przez te, które w ramach prowadzonej polityki zarządzania długiem zajmują się także zarządzaniem płynnością budżetową. Transakcje *repo* rzadko są wykorzystywane *stricte* do zarządzania zadłużeniem, ale bezpośrednio wpływają na płynność rynku omawianych walorów. Z tego też względu rynek transakcji *repo* stanowi jeden z najpłynniejszych segmentów rynku instrumentów rządowych na obszarze unijnym.

⁹ W UE w tym okresie emisje rządowych papierów wartościowych miał już w swojej ofercie rząd brytyjski i szwedzki.



W coraz większym stopniu na rządowym rynku wykorzystywane są transakcje terminowe. Najbardziej popularne stają się w ostatnim czasie *swapy*, zwłaszcza procentowe¹⁰. Zakres transakcji terminowych jest jednak bardzo szeroki, przy czym w większości państw Unii Gospodarczej i Walutowej teoretycznie zakłada się wykorzystanie różnych ich rodzajów, często bez dotychczasowej jeszcze praktyki, w tym m.in. operacji *futures*, *forward*, opcji.

Szczególny nacisk w krajach strefy euro kładzie się na rozwój rynku swapów (walutowych, procentowych). W latach 90. wiele państw zdecydowało się na zastosowanie krajowych programów swapów procentowych. Były to m.in. Austria i Irlandia (na początku powyższego okresu), Finlandia (w 1997 roku), Dania (w 1998 r.), Portugalia (w 1997 r.), a w 2001 r. wprowadziły je także: Holandia, Szwecja, Francja, Grecja oraz Niemcy¹¹. W pozostałych państwach UE większościowy lub jedyny udział mają swapy walutowe.

Z uwagi na wielkość kontraktów terminowych (przeważnie swapowych) w stosunku do długu ogółem w całej Unii Europejskiej zdecydowanym faworytem jest Szwecja, której udział w 2000 r. wynosił prawie 51%. W dalszej kolejności plasują się: Irlandia, Dania (obydwa kraje powyżej 20% długu), Finlandia oraz Portugalia¹².

Transakcje terminowe jednak, choć przyczyniają się do minimalizacji kosztów oraz ryzyka zarządzania długiem publicznym, mogą także generować dodatkowe ryzyko (np. kredytowe). W związku z tym przy ich wykorzystaniu praktykuje się nakładanie limitów ilościowych oraz określonych ograniczeń jakościowych, w tym przede wszystkim dotyczących wielkości transakcji, oceny wiarygodności kontrahenta oraz rodzaju zabezpieczenia operacji.

Podsumowując strukturę przedmiotową rynku rządowych papierów wartościowych, zwłaszcza preferencje emisyjne państw strefy euro,

¹⁰ Swap procentowy jest kontraktem, w którym obie strony zobowiązują się do okresowej wymiany płatności odsetkowych, zależnych od z góry ustalonej wartości nominalnej kontraktu.

¹¹ W Niemczech zapowiedź wprowadzenia swapów procentowych w praktyce dotyczyła pierwszego kwartału 2002 r. *German Government Securities*, Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, No 1/2002, s. 2

¹² G. Piga: *Derivatives and public debt management*. International Securities Market Association, Zurich 2001.

należy podkreślić wysoki i ciągle wzrastający poziom standaryzacji konstrukcyjnej i operacyjnej. Jest ona wymuszona przede wszystkim trudnymi warunkami konkurencyjnymi istniejącymi na analizowanym obszarze.

STRUKTURA PODMIOTOWA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

Stronę podaźową na rynku rządowych papierów wartościowych zasadniczo reprezentują rządy poszczególnych państw członkowskich. W ich imieniu prawo do zaciągania pożyczek posiadają odpowiedni agenci.

Tradycyjnie funkcję tę spełniało zazwyczaj Ministerstwo Finansów lub Ministerstwo Skarbu (rzadziej bank centralny). Jednak w obliczu wzrastających wymagań, dotyczących rozwoju rynku instrumentów rządowych w świetle procesów integracyjnych, stosowania coraz bardziej wyrafinowanych metod oraz skomplikowanych technik emisyjnych i operacyjnych, a także w sytuacji coraz wyższych wymagań inwestorów, większość państw strefy euro zadania powyższe powierzyło specjalnie do tego powołanym agencjom zarządzania długiem publicznym.

Model agencyjny stosowany jest obecnie przez wiele rządów, nie tylko europejskich. W UGW na dwunastu emitentów rządowych papierów wartościowych aż osiem państw powołało bardziej lub mniej autonomiczne agencje. Do najstarszych w strefie euro należą agencje: irlandzka (powołana w 1990 r.) oraz austriacka (powołana w 1992 r.). Pozostałe powstały najczęściej tuż przed lub po utworzeniu UGW. Rozwiązanie to uważa się obecnie za najbardziej efektywne dla realizacji zadań budżetowych oraz rozwoju rynku rządowych papierów wartościowych, a to przyczynia się m.in. do wysokiej wiarygodności kredytowej państw członkowskich.

W drugiej grupie uczestników omawianego segmentu rynku strefy euro znajdują się także tzw. agenci emisji, czyli organizatorzy przetargów pierwotnej sprzedaży papierów skarbowych. W przypadku wyodrębnienia tego podmiotu powyższą rolę odgrywają zazwyczaj banki centralne poszczególnych państw. Ich funkcja sprowadza się do działań



technicznych związanych także z dokonywaniem operacji rozliczeniowych i kliringowych oraz gromadzeniem depozytów papierów rządowych. Należy również zaznaczyć, iż władze monetarne poprzez wykorzystanie papierów rządowych w operacjach otwartego rynku oddziałują dodatkowo na rozwój ich rynku wtórnego. Powyższe zadania coraz częściej są jednak realizowane przez wyżej wspomniane agencje (przykładem może być agencja irlandzka), które z założenia powinny skupiać w ramach swojej działalności możliwie najwięcej funkcji (także tych organizacyjnych) związanych z finansowaniem potrzeb pożyczkowych rządów.

Prawie wszystkie państwa strefy euro mają na omawianym rynku grupę uprzywilejowanych pośredników (*primary dealers*). Dealerzy rynku rządowych papierów wartościowych to ogólnie instytucje finansowe, które poprzez umowę zawartą z emitentem, posiadając wiele przywilejów, zobowiązane są do aktywnego uczestnictwa na tym rynku. Podmioty te są odpowiedzialne za rozwój i sprawne funkcjonowanie całego rynku instrumentów rządowych. Liczba dealerów w poszczególnych państwach strefy euro jest zróżnicowana i waha się od 24 (w Austrii) do 6 (w Irlandii).

Do głównych obowiązków powyższej grupy należy uczestnictwo w aukcjach na rynku pierwotnym rządowych papierów wartościowych oraz nabywanie określonej minimalnej ich wielkości, pośrednictwo w sprzedaży na rynku wtórnym i kwotowanie na nim cen instrumentów rządowych, informowanie emitenta o tendencjach występujących na rynku wtórnym oraz regularne (kwartalne, miesięczne, tygodniowe) dostarczanie sprawozdań z obrotów na nim.

Do podstawowych tendencji, charakterystycznych dla szybkich zmian dokonujących się w analizowanym segmencie rynku po 1999 r., a dotyczących powyższych pośredników, należą: rosnąca liczba dealerów zagranicznych oraz zmniejszająca się powoli rola tradycyjnego systemu dealerskiego na korzyść coraz szerzej stosowanych metod obrotu elektronicznego.

Zorganizowana grupa pośredników nie jest czymś nowym na rynku rządowych papierów wartościowych państw Unii. Tego typu system pojawił się już w latach 80. Obecnie jednak dochodzi do ewolucji ich funkcji i poszerzenia zakresu przede wszystkim ich obowiązków.

Jak wynika z tabeli 4, zasadniczo nastąpił wzrost liczby instytucji finansowych mających powyższy status, ale umiejscowionych w innym kraju niż emitent. Ta grupa pośredników ma przede wszystkim za zadanie promocję krajowych rządowych papierów wartościowych wśród nierezydentów, a przez to zwiększenie grona inwestorów. Działania te są szczególnie istotne dla emitentów rządowych państw strefy euro, gdzie wyeliminowanie ryzyka kursowego oraz możliwość zakupu (w zasadzie bez ograniczeń) papierów w innych krajach tego obszaru zmusiły instytucje zarządzania długiem publicznym do podjęcia większych wysiłków w celu uatrakcyjnienia swojej oferty.

TABELA 4 *Liczba zagranicznych dealerów rynku rządowych papierów wartościowych państw strefy euro w latach 1998-2000*

KRAJ	1998	1999	2000
AUSTRIA	19	17	18
BELGIA	12	12	12
FINLANDIA	5	4	9
FRANCJA	10	11	11
GRECJA	BD	BD	5
HISZPANIA	0	5	9
HOLANDIA	8	8	9
IRLANDIA	1	0	0
LUKSEMBURG	0	0	0
NIEMCY	-	-	-
PORTUGALIA	6	8	8
WŁOCHY	1	6	6

Źródło: EBC.

Rozpatrując z kolei wypieranie systemu dealerskiego z funkcji pośredniczących w badanym segmencie rynku, należy podkreślić kilka kwestii.

Z jednej strony zwraca się uwagę na ogromne korzyści z pośrednictwa elektronicznego, związane głównie z niższymi kosztami. Dla zarządzających długiem publicznym nowe technologie to, jak się obecnie ocenia, większa efektywność, wydajność i płynność rynku, a więc lepsza realizacja założonych celów dotyczących kosztów i ryzyka obsługi długu.

Obecnie duża część powoływanych instytucji spełnia powyższą funkcję dla kilku czy nawet kilkunastu emitentów rządowych (domi-

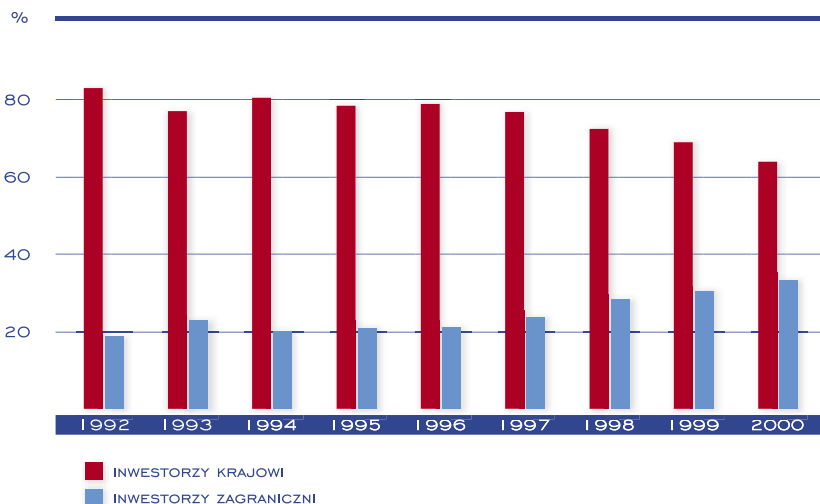


nują ABN – AMRO, Salomon/Citibank oraz Deutsche Bank). Umożliwia to powołanie w przyszłości jednej wspólnej grupy instytucji pośredniczących na rynku rządowych papierów wartościowych strefy euro.

Całkowite wyeliminowanie omawianych uczestników rynku jest jednak niemożliwe. Po pierwsze dlatego, że w większości to oni stają się udziałowcami na organizowanych platformach elektronicznych. Po drugie, tradycyjni pośrednicy są niezbędni przede wszystkim przy plasowaniu emisji o bardzo wysokim wolumenie lub/i dotyczących instrumentów niestandardowych.

Trzecią kategorią podmiotów biorących udział w rynku rządowych papierów wartościowych strefy euro są oczywiście inwestorzy generujący popyt. Obecnie na powyższym obszarze wyodrębniła się ich nowa kategoria. Oprócz standardowych podmiotów krajowych, czyli rezydentów danego kraju, wyróżnia się dodatkowo dwie grupy inwestorów zagranicznych. Pierwsza z nich to nierezydenci z obszaru UGW, druga zaś to inwestorzy spoza strefy euro.

WYKRES 7 *Struktura inwestorów na rynku rządowych papierów wartościowych strefy euro w latach 1992-2000*



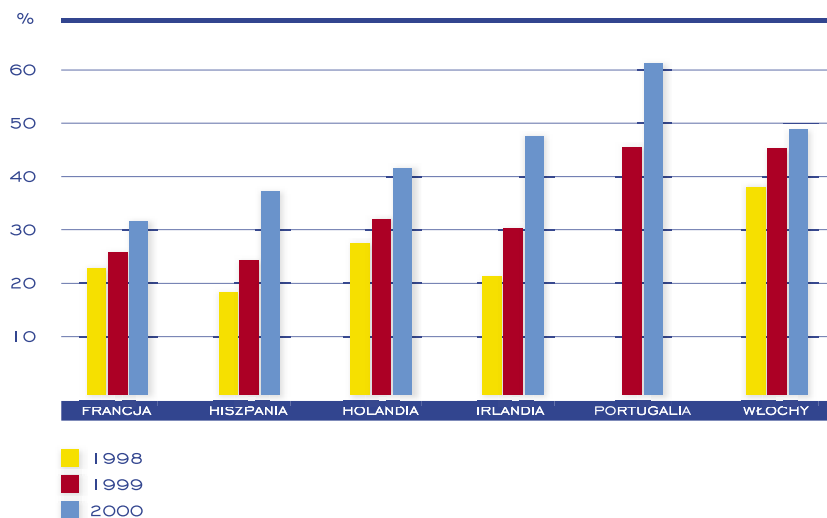
Źródło: EBC.

TABELA 5 *Porównanie struktury inwestorów w rządowe papiery wartościowe strefy euro oraz USA w latach 1995 i 2000 (udział w zadłużeniu do wykupu)*

NA KONIEC OKRESU	STREFA EURO		USA	
	1995	2000	1995	2000
INWESTORZY PASYWNI	–	–	57,2	67,4
- SEKTOR PUBLICZNY	–	–	37,1	46,2
- FIRMY UBEZPIECZENIOWE	14,7	19,5	7,2	4,0
- FUNDUSZE EMERYTALNE I INWESTYCYJNE	–	–	12,9	17,2
INWESTORZY AKTYWNI	–	–	42,8	32,6
- BANKI	41,1	33,8	9,5	6,6
- GOSPODARSTWA DOMOWE	–	–	15,5	4,0
- INNI INWESTORZY KRAJOWI	23,0	13,6	8,0	1,9
- INWESTORZY ZAGRANICZNI	21,0	33,0	9,8	20,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *The changing shape of fixed income markets*, BIS Working Papers, No 104/2001.

WYKRES 8 *Udział inwestorów zagranicznych w krajowych rynkach rządowych papierów wartościowych w wybranych krajach strefy euro w latach 1998-2000*



Brakuje danych Portugalii za 1998 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z poszczególnych państw.



Obserwując zmiany na rynku rządowych papierów wartościowych państw Unii Gospodarczej i Walutowej, wyraźnie widzimy zwiększający się udział inwestorów zagranicznych obu kategorii, zwłaszcza od 1998 r.

Między 1998 a 2000 r. udział ten powiększył się o 7 pkt. proc., natomiast od 1995 r. wzrósł aż o 12 pkt. proc., co wskazuje na zwiększenie się geograficznej realokacji portfeli rządowych papierów wartościowych omawianego obszaru (wykres 7, tabela 5).

Zmieniła się także struktura inwestorów – wyraźna pozycja banków komercyjnych. Jest ona jednak zdecydowanie mało zdywersyfikowana, choćby w porównaniu ze strukturą inwestorów na amerykańskim rynku papierów rządowych.

Przy szczegółowej analizie wybranych państw strefy euro można zaobserwować różne tempa zmian udziału podmiotów zagranicznych, jednak przy zachowaniu ogólnej tendencji dla całego obszaru (wykres 8). W przypadku pozostałych trzech państw Unii Europejskiej widoczna jest z kolei odwrotna sytuacja, a więc wycofanie części inwestorów z krajowych rynków papierów rządowych.

ORGANIZACJA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

Obserwowane zmiany – w kierunku ujednoczenia konstrukcji rządowych papierów wartościowych – powoli obejmują również zasady ich emisji oraz obrotu.

Wśród metod emisyjnych wykorzystywanych przez poszczególne państwa członkowskie dominują zorganizowane aukcje, w których uczestniczy określona grupa podmiotów (najczęściej dealerów rynku rządowych papierów wartościowych). Głównym motywem wykorzystywania tej techniki przez zarządzających długiem publicznym w Unii Gospodarczej i Walutowej jest prosty, przejrzysty i oparty na zasadach rynkowych system, jednocześnie zapewniający jak najniższe koszty dla emitenta. Taka formuła emisji ma za zadanie przyciągnięcie jak największej liczby inwestorów (zwłaszcza zagranicznych).

Sprzedż papierów rządowych może się odbywać także bezpośrednio, poprzez łącza teleinformatyczne (*on tap*)¹³, bądź poprzez plasowanie danej serii na rynku z wykorzystaniem pośredników finansowych (*syndication*).

TABELA 6 Podstawowe techniki emisyjne wykorzystywane przez zarządzających długiem publicznym państw strefy euro (dane na 2000 i 2001 r.)

KRAJ	SPRZEDAŻ KONSORCYJNA (SYNDICATION)	SPRZEDAŻ AUKCYJNA	SPRZEDAŻ BEZPOŚREDNIA (ON TAP)
AUSTRIA	+	+	+
BELGIA	+	+	+
FINLANDIA	+	+	+
FRANCJA		+	
GRECJA	+	+	
HISZPANIA		+	
HOLANDIA		+	
IRLANDIA		+	+
NIEMCY		+	+
PORTUGALIA	+	+	+
WŁOCHY		+	

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z poszczególnych państw.

Analiza powyższych metod występujących w państwach UGW po 1999 r. wskazuje na istnienie ogólnej tendencji do organizowania regularnych przetargów emisyjnych (tabela 6) tzw. metodą amerykańską¹⁴, wymuszonej zwłaszcza dążeniem do stworzenia bazowych emisji papierów rządowych o wysokim wolumenie. Szczególnym przykładem są tutaj Niemcy, które od 1998 r. całkowicie zmieniły metody sprzedaży na system w zasadzie w pełni aukcyjny, co było konsekwencją agresywnej konkurencji rynkowej prowadzonej z Francją.

Po 1999 r. szczególnej wagi nabrała trzecia z technik sprzedaży rządowych papierów wartościowych, czyli metoda konsorcyjna. Charakterystyczne jest to, że wykorzystują ją głównie mniejsze państwa strefy euro. Polega ona na plasowaniu zazwyczaj dużych emisji benchmarkowych na rynku poprzez konsorcjum banków komercyjnych. Grupa taka składa się najczęściej z 1 – 2 banków wiodących

¹³ W przypadku emisji detalicznej dla osób fizycznych najnowszym rozwiązaniem jest sprzedaż poprzez internet.

¹⁴ Alternatywą jest metoda holenderska, rzadko stosowana w krajach strefy euro.



oraz średnio 5 – 10 banków współpracujących. Pierwsze z nich biorą na siebie odpowiedzialność sprzedaży około 90% emisji, pozostałe plasują około 10%. Banki komercyjne pobierają opłatę za przeprowadzoną operację; jest to jedyny koszt dla emitenta (ale wyższy niż przy pozostałych metodach sprzedaży). Zarządzający długiem mają jednak pewność, że emisja zostanie sprzedana w krótkim czasie, poprzez jej bezpośrednie zaoferowanie większej liczbie inwestorów (zwłaszcza zagranicznych), w odpowiednim dla emitenta okresie.

Ogólnie jednak metoda ta jest oceniana jako agresywna, mało przejrzysta, zwłaszcza cenowo, ale eliminująca (podobnie jak *on tap*) ryzyko aukcyjne. Technikę konsorcyjną stosuje obecnie pięć państw UE, tj. Austria, Belgia, Finlandia, Grecja oraz Portugalia, choć w 2002 r. wykorzystanie jej zapowiedziały także Francja, Hiszpania i Włochy.

Jednym z najnowszych rozwiązań wspomagających plasowanie rządowych wartościowych, będącym także główną oznaką koordynacji działań między emitentami państw strefy euro, jest kalendarz emisji. Opracowują go instytucje zarządzające długiem publicznym poszczególnych krajów, uwzględniając harmonogram innych rządów.

Kalendarze emisji formułowane są z różną częstotliwością; zazwyczaj są to dane podawane na kwartał, pół roku lub na następny rok. Należy jednak podkreślić, że dzięki tak szerokiej polityce informacyjnej inwestorzy mają pełen przegląd planowanych posunięć poszczególnych rządów oraz możliwość bardziej efektywnego zarządzania swoim portfelem inwestycyjnym i jego dywersyfikacji.

Z drugiej strony emitenci, szczególnie mniejsze kraje, mogą dostosować czas i wielkość swojej oferty, tak aby zapewnić sobie jak największy popyt na nią i zwiększyć płynność swoich rynków.

Jednym z najważniejszych wskaźników współpracy i możliwości integracji wtórnego rynku rządowych papierów wartościowych jest z kolei konsolidacja obrotu elektronicznego rządowymi instrumentami.

W 1999 r. powstał system EuroMTS (bazujący na włoskiej technologii Telematico), którego właścicielami są 24 największe międzynarodowe instytucje finansowe. Łącznie w obrocie uczestniczy około 60 instytucji. Przedmiotem handlu na tej platformie są tylko bazowe rodzaje rzą-

dowych papierów wartościowych¹⁵ Austrii, Belgii, Francji, Finlandii, Holandii, Hiszpanii, Niemiec, Portugalii oraz Włoch.

Od czasu ustanowienia UGW powstały także „lokalne” systemy MTS, bazujące na rozwiązaniu włoskim, a wprowadzone przez Belgię, Francję, Holandię, Portugalię, Irlandię i Finlandię.

W 1999 r. stworzono również elektroniczną platformę wspólnego handlu amerykańskimi oraz europejskimi rządowymi papierami wartościowymi – BrokerTec¹⁶. Spośród tych ostatnich instrumentów obrót dotyczy walorów: belgijskich, holenderskich, francuskich, niemieckich, hiszpańskich oraz austriackich.

Ten rodzaj handlu zapewnia wysoką przejrzystość, ze względu na ciągły dostęp do pełnego zakresu informacji. Do innych korzyści z emisji i obrotu na jednolitej elektronicznej platformie można zaliczyć: wysoką wydajność operacyjną, co dla emitenta oznacza mniejsze ryzyko i koszty transakcyjne; płynność, poprzez zapewnienie dużej wielkości i szybkości transakcji, bez dodatkowego ryzyka zmian cenowych, oraz stabilność warunków handlowych.

PODSUMOWANIE

Zaprezentowane wyżej podstawowe aspekty funkcjonowania rynku nie wyczerpują oczywiście całości zagadnień związanych z tym specyficznym obecnie segmentem rządowych papierów wartościowych państw strefy euro. Wskazują jednak na ogólne tendencje, których rezultatem powinna być jego integracja.

Proces ten zapewnia bowiem państwom UGW wiele wspomnianych korzyści oraz gwarantuje wysoką konkurencyjność analizowanego rynku, przede wszystkim w stosunku do rynku papierów amerykańskich.

¹⁵ W maju 2000 r. powstał oddział EuroMTS – EuroCredit MTS, handlujący obligacjami pozarządowymi (niemieckimi Pfandbriefe oraz francuskimi Obligations Foncières).

¹⁶ BrokerTec wykorzystuje technologię stworzoną przez OM Group. OM jest własnością m.in. szwedzkiej giełdy papierów wartościowych.