Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 35/2011

Marcin Jałowiecki

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu
Wydział Zamiejscowy w Chorzowie

Zmiany na międzynarodowym rynku obligacji rządowych w okresie 2009−2010

Streszczenie. W artykule opisano zmiany zachodzące na międzynarodowym rynku obligacji rządowych w 2009 r. oraz na początku 2010 r. Autor scharakteryzował czynniki wpływające na globalny rynek obligacji oraz zmiany, jakim uległ pod wpływem czynników kryzysowych. Wzięto pod uwagę obraz globalnego rynku obligacji z uwzględnieniem charakterystyki w poszczególnych wiodących rynkach. W tekście zaprezentowano aktualną sytuację rynkową z uwzględnieniem opisu poszczególnych zmian, które zaszły w różnych krajach. Szczegółowo scharakteryzowano rynki: europejski, amerykański oraz azjatycki.

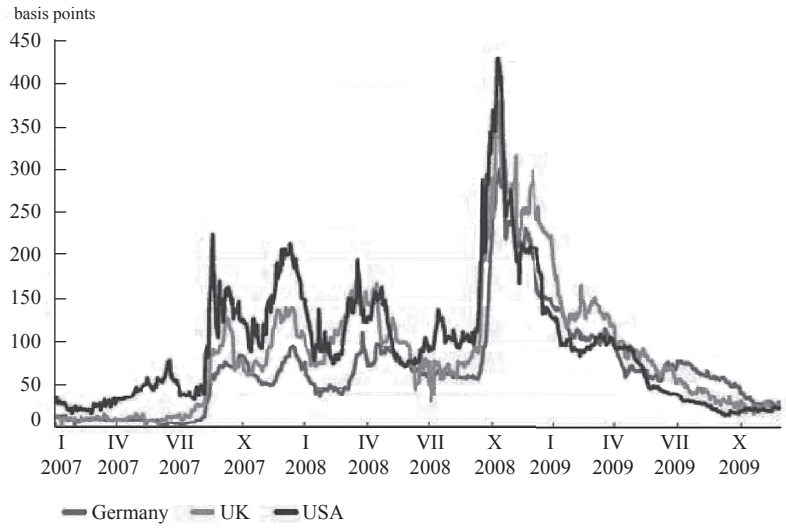
Słowa kluczowe: obligacje, globalizacja, Azja, USA, Europa, obligacje rządowe

1. Wprowadzenie

Znaczenie rynków obligacji jako źródła finansowania wzrosło podczas ostatniego globalnego pogorszenia koniunktury gospodarczej. Celem niniejszego opracowania było przedstawienie zmian, jakie zaszły na międzynarodowym rynku obligacji rządowych oraz powiązań pomiędzy poszczególnymi rynkami finansowymi. Globalny kryzys finansowy ukazał słabość międzynarodowego rynku finansowego oraz ścisłe powiązanie gospodarek ze sobą. Niemniej jednak koniec roku 2009 i początek 2010 ukazał powolne globalne ożywienie gospodarcze i stabilizowanie się rynków finansowych. Oczywiście problemy Europy − *vide* sytuacja w Grecji i innych krajach, jak Portugalia i Hiszpania pokazują słabość regionu. Kryzys odsłonił

słabość gospodarczą i finansową lecz międzynarodowy rynek obligacji, w szczególności rynek obligacji rządowych, wykazał duży popyt w 2009 r. oraz na początku 2010 r. Spowodowane było to zwiększeniem zapotrzebowania na pożyczki ze strony rządów wielu państw na pokrycie ich deficytów. Po upadku Lehman Brothers nastąpiła eskalacja międzynarodowego kryzysu finansowego. Efektem czego było potrojenie stóp procentowych na zabezpieczonym i niezabezpieczonym rynku pieniężnym (wykr. 1). Większość krajów uruchomiła pakiety ratunkowe w celu złagodzenia wpływu kryzysu i załamania międzynarodowego systemu finansowego[1]. Rok 2009 okazał się dużo gorszy niż zakładano. Kryzys miał większe rzeczywiste skutki ekonomiczne, niż się spodziewano, co doprowadziło do przyjęcia dużych pakietów stymulacyjnych na całym świecie. Poszczególne kraje zmieniły prognozy w zakresie deficytu budżetowego, zwiększając je do rekordowych wysokości, co stworzyło dużą presję na finanse poszczególnych krajów na najbliższe lata. Emisje rządowych obligacji w strefie euro wyniosły w 2009 r. około 925 mld EUR, co daje wzrost o około 30%[2]. W roku 2010 spodziewano się jeszcze wyższych emisji.

Wykres 1. Trzymiesięczny rynkowy spread w Niemczech, Wielkiej Brytanii i USA



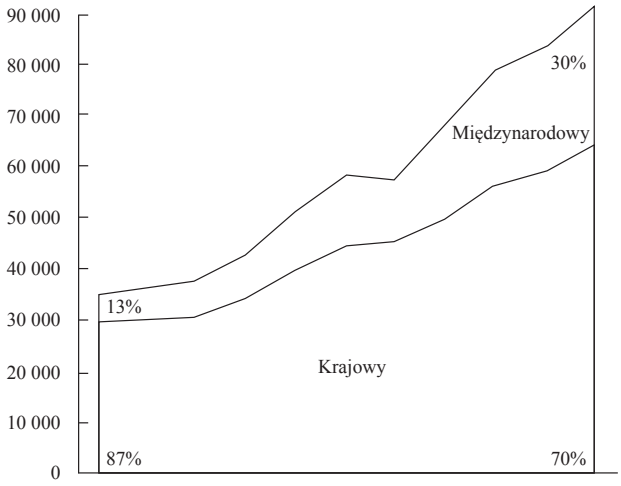
Źródło: Bloomberg, za: J. Thomsen, *Government Bond Markets in 2009*, European Government Bond Summit, Brussels 2009, s. 1.

Należności na globalnym rynku obligacji w 2009 r. wzrosły o 10%, osiągając rekordowe 91 bln USD (wykr. 2). Krajowe obligacje stanowiły 70% całej sumy,

[1] Państwa wprowadziły bodźce fiskalne oraz zmiany polityki pieniężnej. Banki centralne wykorzystały zmiany stóp procentowych.

[2] J. Thomsen, *Government bond markets in 2009*, European Government Bond Summit, Brussels 2009, s. 1.

Wykres 2. Światowy rynek obligacji (w mld USD)



Źródło: Bank for International Settlements, za: M. Maslakovic, L. Sopp, *Bond Markets 2010*, TheCityUK, London 2010, s. 1.

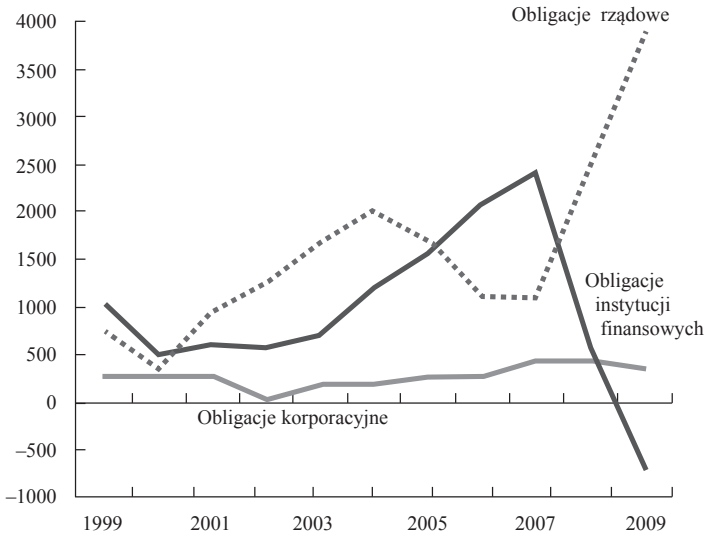
a pozostała część należała do międzynarodowego rynku obligacji. Poczynając od 2009 r. i kontynuując ten trend w roku 2010, Londyn stał się głównym ośrodkiem handlu i emisji międzynarodowych obligacji.

2. Rynek krajowych obligacji

Nieoczekiwanie wartość krajowych obligacji w roku 2009 wzrosła o 9% do wartości 64 bln USD, głównie ze względu na wzrost rządowych emisji obligacji (wykr. 3 i 4). USA były największym rynkiem o wartości 39%, a drugim co do wielkości okazała się Japonia, osiągając 18% ogółu zasobów światowego rynku. Obligacje hipoteczne stanowiły 9,2 bln USD, co dawało około 1/4 wszystkich obligacji USA w 2009 r. Obligacje związane z rynkiem *Subprime* szacowano w przedziale między 500 mld USD do 1,4 bln USD. Obligacje skarbowe i przedsiębiorstw stanowiły 1/5 krajowych obligacji nominowanych w USD. Emisja krajowych obligacji w USA w 2009 r. wyniosła 6,8 bln USD, czyli o 48% więcej niż rok wcześniej, a o podobną wielkość rynek powinien się powiększyć dopiero w roku 2010[3].

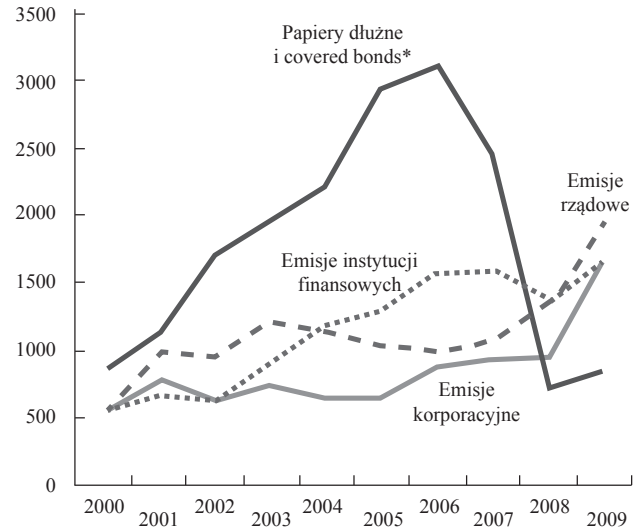
[3] M. Maslakovic, L. Sopp, *Bond Markets 2010,* TheCityUK, London 2010, s. 1.

Wykres 3. Krajowy rynek obligacji wg rocznych zmian w zasobach (w mld USD)



Źródło: Bank for International Settlements, za: M. Maslakovic, L. Sopp, *Bond*..., dz.cyt., s. 1.

Wykres 4. Emisje na globalnym rynku obligacji (w mld USD)



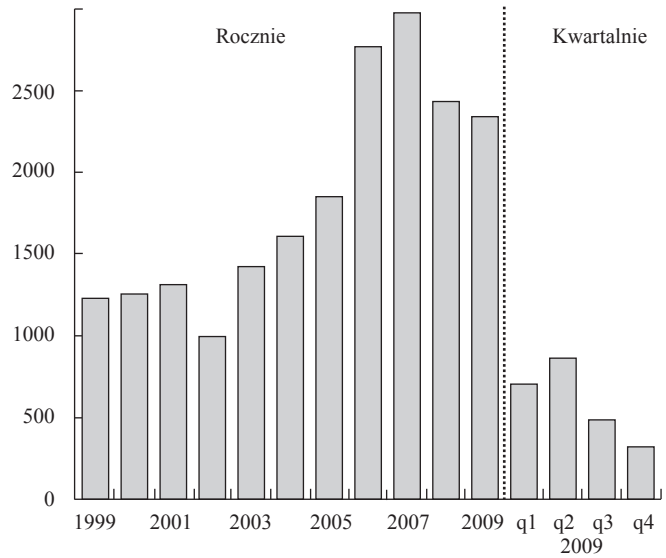
* *covered bonds* – papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie lub gwarancjami rządowymi, nazywane również listami zastawnymi

Źródło: *Dealogic*, za: tamże, s. 2.

3. Rynek obligacji międzynarodowych

Wartość obligacji międzynarodowych wzrosła w roku 2009 o 13%, do poziomu 27 bln USD (wykr. 5). W krajach, które wolniej podnosiły się po kryzysie, nastąpił spadek emisji międzynarodowych obligacji. USA było czołowym ośrodkiem emisji obligacji w 2009 r., osiągając 30% światowego wolumenu. Inne wiodące ośrodki to Francja (12%), Hiszpania (8%), Holandia (8%) i Wielka Brytania (6%). USA przodowały też pod względem wymagalnych międzynarodowych obligacji, osiągając w 2009 r. 22% wszystkich walorów, kolejnym krajem była Wielka Brytania z wartością 14%. Londyn był największym centrum międzynarodowego rynku obligacji, w którym dokonano około 70% obrotów na rynku wtórnym[4].

Wykres 5. Emisje na międzynarodowym rynku obligacji w mld USD (wartość netto)



Źródło: Bank for International Settlements, za: tamże, s. 1.

4. Globalny rynek obligacji

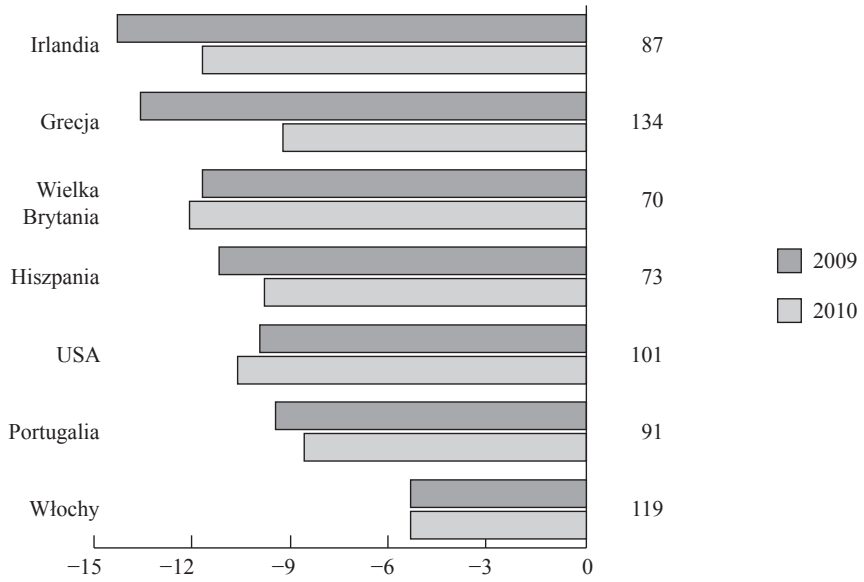
Spowolnienie gospodarcze wpływało na rynki obligacji od samego początku, ponieważ inwestorzy zaczęli unikać bardziej ryzykownych aktywów o stałym dochodzie, takich jak obligacje przedsiębiorstw i instytucji finansowych na

[4] M. Maslakovic, L. Sopp, *Bond*..., dz. cyt., s. 2.

rzecz obligacji rządowych, które są postrzegane jako bezpieczniejsze inwestycje. Doprowadziło to do spadku rentowności obligacji państwowych.

Obawy o zdolność niektórych krajów do kontynuowania finansowania i obsługi swojego zadłużenia uwidoczniły się w 2009 r. i utrzymały w pierwszej połowie roku 2010. Było to po części wynikiem dużego długu publicznego, walki ze spowolnieniem gospodarczym oraz ratowaniem wielu instytucji finansowych przed bankructwem (wykr. 6 i 7). W Europie przykładem może być Grecja, której w grudniu 2009 r. został obniżony rating, a następnie, w roku 2010, stało się tak ponownie. Podobne problemy, choć nie na tak dużą skalę, miały Portugalia, Hiszpania czy Irlandia.

Wykres 6. Deficyt budżetowy w latach 2009−2010 (deficyt budżetowy jako proc. PKB, zadłużenie jako proc PKB w 2011 r.; projekcja na rok 2011)

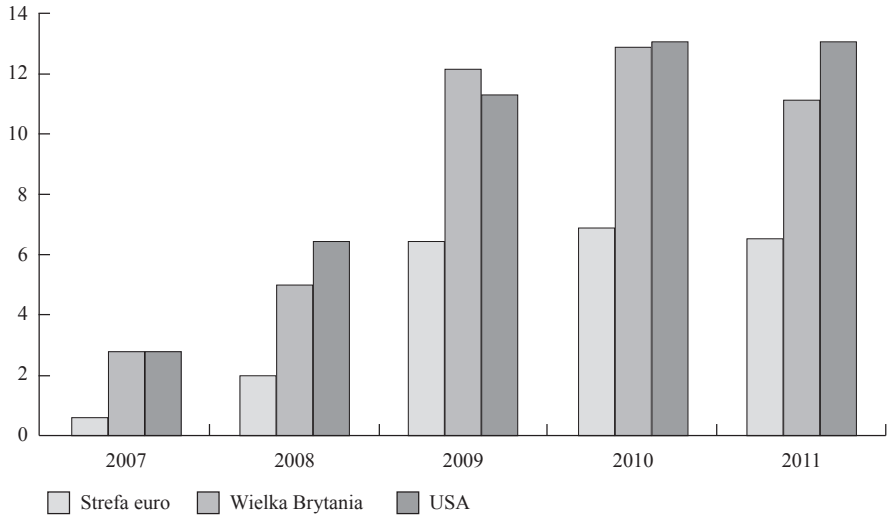


Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, HM Treasury, za: tamże, s. 4.

Światowy rynek obligacji wzrósł z 80%[5] na początku dekady do 156% na koniec roku 2009. Spośród krajów bardziej rozwiniętych stosunek wartości całego rynku obligacji do PKB najwyższy był w Wielkiej Brytanii − częściowo ze względu na wysoki udział międzynarodowych obligacji, który wyniósł aż 71% wszystkich emisji. Następne w kolejności kraje tego zestawienia to Włochy, Japonia i USA (wykr. 8). Zadłużenie netto rządu Wielkiej Brytanii jako procent PKB (z wyłączeniem działań sektora finansowego) wzrósł z 44% do 54% w roku

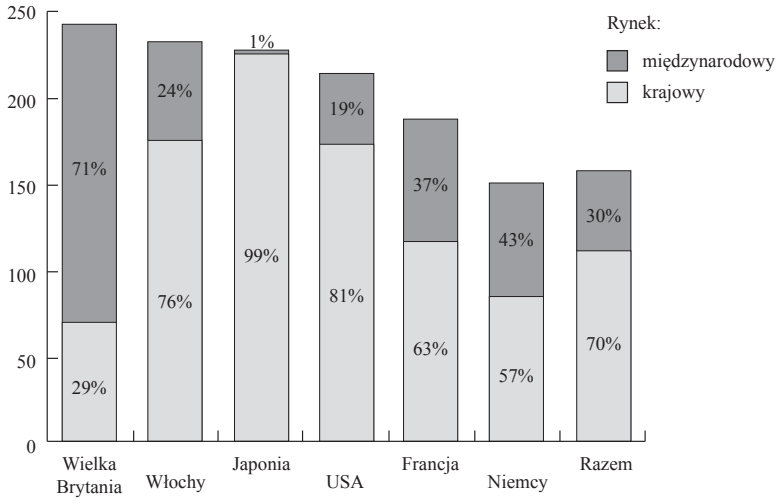
[5] Liczony jako procent globalnego PKB.

Wykres 7. Deficyt budżetowy w strefie euro, Wielkiej Brytanii i USA 2007−2011



Źródło: Komisja Europejska, *European Economic Forecast 2009*, za: J. Thomsen, *Government*…, dz. cyt., s. 5.

Wykres 8. Wielkość rynku krajowych emitentów obligacji jako proc. PKB w 2009 r.



Źródło: Bank for International Settlements, OECD, za: M. Maslakovic, L. Sopp, *Bond...*, dz. cyt., s. 3.

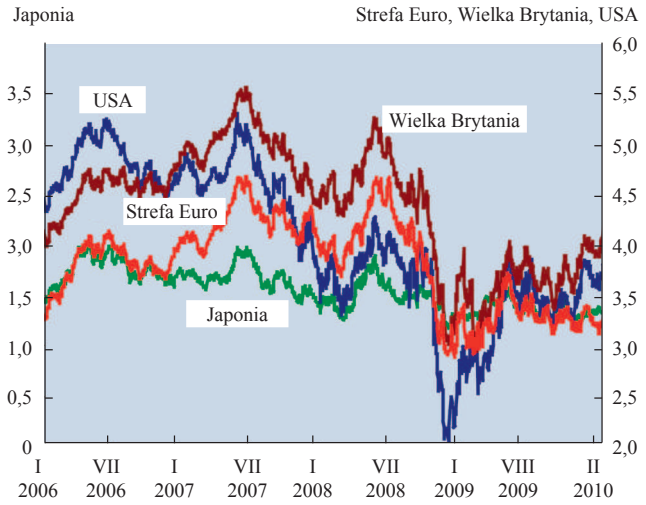
finansowym 2009/10[6], a wg przewidywań HM Treasury[7] osiągnie on 73% w sezonie 2012/13.

[6] M. Maslakovic, L. Sopp, *Bond Markets 2010*, s. 9.
[7] Więcej przeczytać można na: www.hm-treasury.gov.uk.

5. Rynek obligacji w Azji

Europa i USA to pewna część globalnego rynku finansowego. Ogólnoświatowy kryzys finansowy dał wielką szansę wzrostu rynków azjatyckich. Popyt przesunął się w kierunku poszukiwania mniej ryzykownych transakcji. Problemy w Europie i USA spowodowały poszukiwanie innych rynków finansowych, a na czoło wysunął się rynek Azji, w szczególności krajów Azji Wschodniej[8]. Przykładem wzrostu rynków azjatyckich może być wykres zyskowności 10-letnich obligacji rządowych (wykr. 9); wykres *spreadu* obligacji przedsiębiorstw (wykr. 10) oraz szybki wzrost indeksów MSCI, zwłaszcza w Azji (wykr. 11). Tendencja ta jest widoczna w roku 2012 i powinna się utrzymywać.

Wykres 9. Zyskowność 10-letnich obligacji rządowych

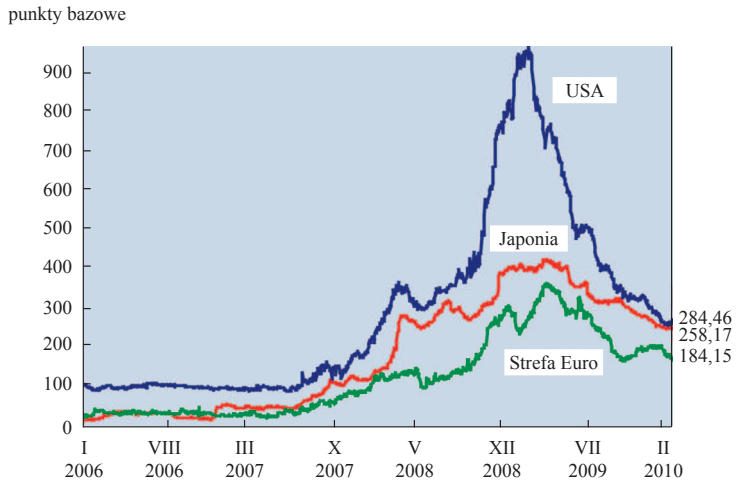


Źródło: Morgan Stanley Capital International (MSCI) Barra, Thompson Data Stream, Bloomberg LP, za: *Asia Bond Monitor – March 2010*, Asian Development Bank, Mandaluyong City (Filipiny) 2010, s. 4.

W końcu września 2009 r. udział krajów Azji Wschodniej w globalnym rynku obligacji wzrósł do 6,7%, z czego 3,9% należało do Chin, w porównaniu z zaledwie 2,1% przed rozpoczęciem azjatyckiego kryzysu finansowego na przełomie lat 1997−1998. Obligacje denominowane w krajowych walutach w Azji pojawiały się jako klasy aktywów, przyciągając zarówno krajowych, jak i zagranicznych

[8] Obejmuje Chiny (ChRL), Hongkong, Indonezję, Koreę Południową, Malezję, Filipiny, Singapur, Tajlandię oraz Wietnam.

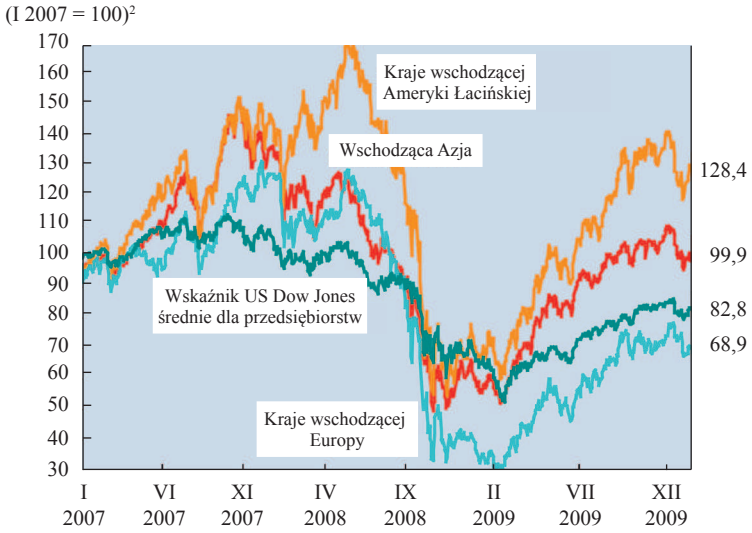
Wykres 10. Spread obligacji przedsiębiorstw w okresie I 2006 do II 2010



Objaśnienie: *Spread* obligacji dotyczy różnicy między zyskownością 5-letnich obligacji wyemitowanych przez instytucje finansowe mające rating BBB a zyskownością państwowych obligacji o tym samym notowaniu ratingowym.

Źródło: Morgan Stanley Capital International (MSCI) Barra, Thompson Data Stream, Bloomberg LP, za: *Asia Bond Monitor*..., dz. cyt., s. 4.

Wykres 11. Wzrost indeksów MSCI



Źródło: Morgan Stanley Capital International (MSCI) Barra, Thompson Data Stream, Bloomberg LP, za: tamże, s. 4.

inwestorów szukających wydajności i zróżnicowania portfela[9]. Tendencja ta utrzymała się w roku 2010. Rok 2011 przyniósł dalsze poszukiwanie i zainteresowanie rynkiem krajów Azji wschodzącej, ukierunkowanej głównie na obligacje z Chin.

6. Podsumowanie

Pomimo kryzysu finansowego rynek pierwotny obligacji rządowych na przełomie 2009 i 2010 roku funkcjonował w miarę dobrze. Niepewność na rynkach finansowych, w połączeniu z ryzykiem inwestycji w niezabezpieczone papiery wywoływała niechęć wśród inwestorów, co doprowadziło do wzrostu popytu na aktywa wolne od ryzyka, w tym obligacje rządowe. Większa podaż obligacji rządowych podniosła wymagania inwestorów[10], co powodowało czasami trudności z uzyskaniem wystarczającego popytu na nie.

Z uwagi na trudną sytuację przy nowych emisjach i niepewność co do przyszłych potrzeb finansowania zewnętrznego przez rządy i emitentów o ratingu co najmniej BBB i wyższym podaż nasiliła się w roku 2009 i utrzymały na wysokim poziomie w 2010 r. Doprowadziło to do bardziej elastycznej strategii emitentów. Debt Management Office (DMO)[11] zasugerował zwiększenie nacisku na relacje z inwestorami w celu uniknięcia błędnych decyzji ze względu na niekompletne informacje na temat emitenta. DMO nakazał również, by minimalizować niepewność inwestycyjną poprzez przekazywanie bardziej przewidywalnych scenariuszy w zakresie zysków i strat[12].

Rok 2009 dla emisji obligacji rządowych był przyjazny głównie ze względu na gwarancje emisji papierów poprzez rządy emitentów. W 2010 r. na rynku obligacji rządowych widoczna była rosnąca konkurencja ze strony innych sektorów, w tym obligacji przedsiębiorstw i akcji spółek. Płynące z otoczenia pozytywne informacje na temat rynku finansowego spowodowały, że inwestorzy mieli większy apetyt na ryzyko. Był to pozytywny sygnał dla zdrowia w systemie finansowym, ale również zwiększał obawy o rynek obligacji skarbowych[13]. Jeżeli inwestorzy w dalszym ciągu będą skłonni do podejmowania ryzyka, to z pewnością rynek obligacji rządowych do 2012 roku straci kilku inwestorów.

Gorzej przedstawia się jednak sytuacja na wtórnym rynku obligacji rządo-

[9] „Asia Bond Monitor", March 2010, Asian Development Bank, Mandaluyong City, Phil. 2010, s. 5.

[10] D. Oakley, G. Parker, *UK government bond market strong*, „Financial Times" z 4.07.2010, www.ft.com [17.09.2010].

[11] Więcej można przeczytać na: www.dmo.gov.uk.

[12] J. Thomsen, *Government*…, dz. cyt., s. 1.

[13] Może się okazać, że popyt przesunie się w kierunku obligacji przedsiębiorstw, co w konsekwencji może spowodować problemy z popytem na papiery rządowe.

wych, który został na stałe dotknięty przez kryzys i to w większym stopniu niż rynek pierwotny. Sytuacja uległa poprawie w roku 2009 przez zwiększenie liczby transakcji lecz rynek jeszcze nie powrócił do stanu sprzed upadku Lehman Brothers w 2008 r. Rok 2010 pokazał względne ożywienie, ale jedynie w stosunku do zawężonych ofert. Ważne jest, aby przywrócić zaufanie i przejrzystość rynku obligacji rządowych.

Rok 2011 utrzymał taką samą tendencję ze względu na dalszą niepewność na rynku obligacji spowodowaną widocznymi przesłankami kryzysu światowego. Sytuacja w Grecji, Portugalii czy Hiszpanii pogłębiła tę niepewność. 2012 rok przyniósł kolejne problemy strefy Euro, co pogarsza sytuację na rynku obligacji w tej strefie, przyczyniając się do rozwoju rynków krajów azjatyckich.

Należy wskazać, że rynek obligacji rządowych w roku 2009, co również widoczne było 2010 r., wykazywał względną stabilność i uchronił się jak do tej pory przed skutkami kryzysu *Subprime*. Spowodowane to było dużym popytem poszczególnych państw na łatanie dziur budżetowych i walką z kryzysem przez emisję obligacji. Duże znaczenie miało tu również gwarantowanie emisji przez rządy oraz względnie stosunkowo krótkie okresy wykupu obligacji. Na uwagę zasługuje duży przyrost emisji obligacji w Azji. Widać, że rynek ten powrócił do łask emitentów i inwestorów oraz skorzystał na trudnościach w Europie i USA. Londyn utrzymał swoją pozycję jako *leadera* liczby emisji obligacji oraz udziału emisji zagranicznych w stosunku do krajowych.

Literatura

„Asia Bond Monitor", March 2010, Asian Development Bank, Mandaluyong City (Filipiny) 2010.

Barret C., *On the Post-crisis World*, World Economic Forum z 29.01.2009, Davos 2009.

Bhaskaran M., Ghosh R., Kohli H., *Lessons of the Crisis and Global Imbalances: Should and Can Asia Reduce its Reliance on Exports to US and Europe and Focus More on Internal (Regional) Markets?*, Centennial Group International. Asian Development Bank, Manila 2010.

Bitner M*., Rezerwy walutowe Chin a problem dolara*, Wealth Solutions S.A., Warszawa 2009.

Farrell D., Lund S., Folster C., Bick R., Pierce M., Atkins C., *Mapping Global Capital Markets Fourth Annual Report January 2008*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2008.

Farrell D., Lund S., Skau O., Atkins C., Mengeringhaus J.P., Pierce M.S., *Mapping global capital markets: Fifth annual report – October 2008,* McKinsey Global Institute, San Francisco 2008.

Feldstein M., *Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows*, „NBER Working Paper" 11856, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005.

Gapper J., *Zbyt długo bujałeś w obłokach*, „Financial Times", London 2009.

Horton M., Kumar M., Mauro P., *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF staff position note, Washington 2009.

If You've Got It, Spend It: Unleashing the Chinese Consumer, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009.

Long-term Trends in the Global Capital Markets, „The McKinsey Quarterly", San Francisco 2008.

Maslakovic M., Sopp L., *Bond Markets 2010,* TheCityUK, London 2010.
Oakley D., Parker G., *UK government bond market strong*, „Financial Times" z 4.07.2010, www.ft.com, [17.09.2010].
Roxburgh Ch., Lund S., Atkins C., Belot S., Hu W.W., Pierce M.S., *Global Capital Markets: Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009.
Rybiński K., *Globalizacja a polityka pieniężna*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2006.
Rybiński K., *Globalizacja w trzech odsłonach*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2007.
Strzelecki J., *Chiny nie potrafią zarabiać na usługach*, „Gazeta Bankowa", Warszawa 2010.
The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Faring in the Financial Crisis, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009.
Thlon M., *Krótka historia amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych, czyli jak ewaluował American Dream*, „Rzeczpospolita", Warszawa 2008.
Thomsen J., *Government Bond Markets in 2009*, European Government Bond Summit, Brussels 2009.
Wróbel L., *Niewypłacalność państw – jak znaleźć przyszłych bankrutów*, Open Finance, Warszawa 2010.
Xu W., *China to Begin Yuan-Settlement Trials*, „China Daily" z 25.12.2008, Beijing 2008.