

Marcin Jałowiecki

Zmiany na międzynarodowym rynku obligacji w wyniku globalizacji

1. Wprowadzenie

Przemiany, jakie w ostatnich latach zaszły na rynku finansowym – zarówno w skali mikro, jak i makro – doprowadziły do zwiększenia liczby emisji papierów dłużnych w postaci obligacji plasowanych w głównych centrach gospodarczych świata. Było to możliwe po pierwsze dzięki głęboko przeprowadzonej liberalizacji w skali międzynarodowej, a po drugie – dzięki bardzo widocznym korzyściom z globalizacji rynków. Zaawansowana integracja ułatwiła i uprościła plasowanie papierów dłużnych dla wszystkich uczestników rynku w głównych wybranych walutach, tak by zapewnić odpowiedni zwrot z zainwestowanego kapitału.

Rola rynków kapitałowych w ostatnich dziesięcioleciach wyznaczyła główny cel, jakim jest pozyskanie i lokowanie kapitału oraz ułatwienie przepływu wolnych środków finansowych pomiędzy poszczególnymi gospodarkami w skali międzynarodowej. Spowodowało to umocnienie pozycji niektórych krajów jako centrów gospodarczych świata (vide USA czy Japonia) oraz zaistnienie Londynu jako europejskiej stolicy finansowej. Z analizy przepływów finansowych oraz połączeń gospodarek wynika, że funkcjonują trzy centra gospodarcze świata. Pierwszym jest USA, drugim Europa, a trzecim Japonia, choć ta ostatnia powoli traci znaczenie w stosunku do mniejszych regionalnych rynków w Azji. Obecnie funkcjonowanie rynków finansowych bez wyraźnie wskazanych centrów gospodarczych nie byłoby możliwe, a rodzaj i liczba połączeń między poszczególnymi

krajami powoduje, że takie powiązania gospodarek stały się częścią ich systemu gospodarczego.

Bardzo duże znaczenie dla międzynarodowego rynku obligacji miało również wprowadzenie euro, nie tylko dla rynku europejskiego, ale i dla całej gospodarki światowej. Należy podkreślić, że wprowadzenie nowej waluty doprowadziło do widocznych zmian na poszczególnych, najważniejszych rynkach finansowych. Niektóre centra finansowe wyspecjalizowały się w dokonywaniu transakcji w euro (przykładem może być Londyn). Dzięki wprowadzeniu euro międzynarodowy rynek kapitałowy zyskał nowe możliwości inwestycyjne w zakresie dodatkowej waluty, co zostało zauważone zarówno przez emitentów, jak i przez inwestorów.

Ostatnia dekada w głównych centrach gospodarczych świata, ale i na poszczególnych rynkach, to przede wszystkim duże zmiany związane z rezultatami globalizacji rynków, czyli powiększenia się spektrum inwestycyjnego oraz liberalizacji poszczególnych obszarów, które są coraz bardziej chłonne finansowo i inwestycyjnie. Z drugiej strony, widoczne są strumienie wolnych środków finansowych, które w wyniku liberalizacji rynków znalazły bardzo duże zastosowanie oraz możliwości inwestowania nadwyżek kapitałowych. Widoczne to było szczególnie 2009 roku w postaci liczby wyemitowanych międzynarodowych obligacji, które osiągnęły największą swoją wartość. Oczywiście daleko posunięta liberalizacja i globalizacja ujawniły już negatywny wpływ na gospodarkę światową – jako kryzys azjatycki, a następnie przesunięcie jego skutków na pozostałe rynki (między innymi kryzys rosyjski), czy obecnie rozprzestrzeniający się na poszczególne rynki finansowe, rozpoczęty w roku 2007 w USA kryzys związany z kredytami hipotecznymi. Skutki tego również odczuły dość boleśnie kraje UE, przykładowo problemy Grecji oraz Hiszpanii w 2010 r. – Grecja walczy z wysokim deficytem oraz zamieszkami ludności po wprowadzeniu przez rząd planu ratunkowego.

Dotychczasowe zmiany waluty międzynarodowej są również zauważalne jako kryzys zaufania do dolara amerykańskiego, za sprawą już historycznego zawieszenia jego wymienialności w skali światowej. Wprowadzenie euro pozwoliło na przesunięcie popytu na walutę inną niż tylko dolary amerykańskie. Wprowadzenie drugiej waluty światowej spowodowało, że papiery dłużne w postaci obligacji na rynkach międzynarodowych emitowanych w euro dorównały kosztowo zyskowności i rentowności obligacji emitowanych w dolarach amerykańskich, co jeszcze bardziej uatrakcyjniło dokonywanie emisji w walucie euro. Kolejne emisje powodują popularność waloru, a także jego upowszechnienie oraz obniżenie kosztów emisji, a wskaźniki rentowności są porównywalne z dolarem amerykańskim. Na uwagę zasługują także przyczyny walki USA o emisje w dolarach amerykańskich z perspektywy gospodarki Japonii czy Chin, które właściwie są „uzależnione” od tej waluty. Rezerwy i obroty Chin w euro i jenach japońskich¹ stanowią – według nieoficjalnych

¹ Dane na podstawie www.pap.pl – w lipcu 2007 r. rezerwy dewizowe Chin przekroczyły 1,2 bln USD.

danych – około 15%². Jak poinformował bank centralny Chin, rezerwy zagraniczne tego kraju wzrosły o 23 % i na koniec 2009 r. wyniosły 2,399 biliona USD. Chiny posiadają największe rezerwy zagraniczne na świecie³.

Istotne jest również przeanalizowanie przyczyn zmian rentowności poszczególnych emisji w dolarach amerykańskich i euro oraz korzyści dla kupujących i emitujących dane papiery dłużne. Zyskowność poszczególnych obligacji w dużej mierze zależy od sytuacji gospodarczej danego kraju czy regionu, stóp procentowych zachęcających inwestorów do inwestycji w obligacje, a także od stabilności danej waluty. Pojawienie się nowej waluty i jej spopularyzowanie nie oznacza jednak, że stanie się ona walutą najważniejszą. Należy pamiętać, że występujące na międzynarodowym rynku finansowym powiązania gospodarek w przepływie kapitałowym nie ulegną nagłej zmianie tylko na skutek wprowadzenia nowej waluty, gdyż rynki finansowe poszczególnych gospodarek niejednokrotnie są od siebie uzależnione finansowo.

Zmiany zachodzące na międzynarodowym rynku finansowym powodowane są w głównej mierze procesami globalizacji. Proces ten powoduje w większości przypadków przesunięcia się kapitału w skali światowej. Przepływy finansowe związane są nieodzownie z jednej strony z chęcią powiększenia już posiadanego kapitału, ale z drugiej jest to popyt na kapitał płynący od pożyczkobiorców. Od 2006 roku widoczne były oznaki płynące z rynku USA o symptomach recesji gospodarczej, która w znaczący sposób spowodowała zmiany na rynku obligacji w skali światowej. Zmiany te zaowocowały kryzysem tzw. „subprime”, który to w znaczący sposób wpłynął na międzynarodowy rynek finansowy. Zmiany na rynku obligacji były również dokonywane pod wpływem wprowadzenia euro jako waluty, która zastąpiła narodowe waluty poszczególnych krajów wchodzących do strefy walutowej Unii Europejskiej. Przystąpienie poszczególnych krajów do strefy euro jest spowodowane między innymi przez wpływ globalizacji na międzynarodowy rynek finansowy, który wymusił niejako utworzenie dodatkowej międzynarodowej waluty rozliczeniowej, by przełamać monopolistyczną pozycję waluty USD. Wprowadzenie euro spowodowało przesunięcie popytu walut krajowych, w których były emitowane obligacje, co jest widoczne w liczbie emisji. Przesunięcie to jednak w głównej mierze miało charakter pozostania

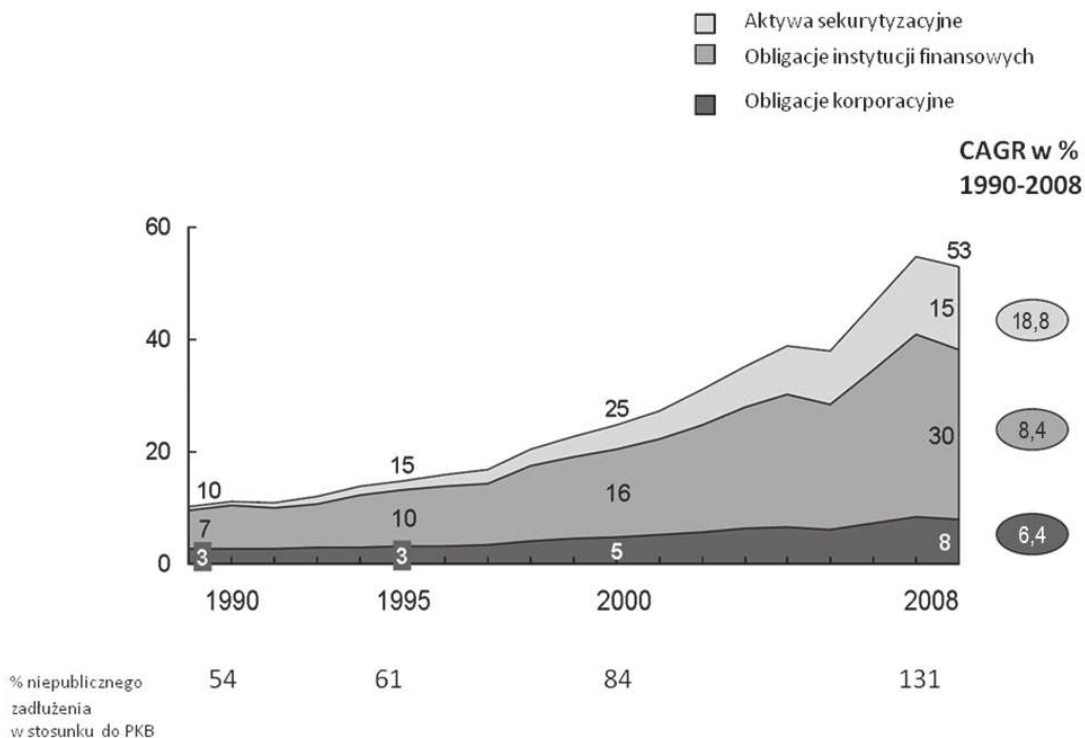
² Chodzi o wszystkie rezerwy i obroty Chin. Według Międzynarodowego Chińskiego Radia (China Radio International-CRI) we wrześniu 2008 r. rezerwy walutowe Chin przekroczyły poziom 1,9 bln USD (więcej na ten temat: polish. cri. cn, komentarz „Zmniejszenie się chińskich rezerw walutowych naturalne” – Wang Xu, China to begin yuan-settlement trials, China Daily, Dec 25th 2008 Beijing). Chiny wprowadzają pilotażowo juana do wymiany międzynarodowej. W pierwszej kolejności juan stanie się walutą w rozliczeniach handlowych z Hongkongiem, Makau oraz – z pewnymi ograniczeniami – z dziesięcioma krajami AESAN. W 2007 r. wartość wymiany handlowej wyniosła w tym rejonie 402,7 mld USD, co stanowi 20% całkowitego wolumenu handlu na tym kontynencie. Jak twierdzi prof. Zhao Xijun z Renmin University of China: „Ten ruch spowoduje również wzrost akceptacji juana w Azji, który pomoże jej stać się w dłuższej perspektywie międzynarodową walutą” (chinadaily. com. cn).

³ Dane na podstawie: www.pbc.gov.cn ze stycznia 2010 r.

przy takim samym popycie rocznym, co w poprzednich okresach widoczne było w poszczególnych krajach. Natomiast euro stała się nową walutą, w której zaczęto emitować nowe obligacje na międzynarodowym rynku finansowym w głównych centrach gospodarczych. Pozostaje pytanie, czy wprowadzenie euro i zmienne rynkowe spowodowały aż takie wyraźne zmiany. Należy jednak w pierwszej kolejności przeanalizować międzynarodowy rynek obligacji w całości jako ilość emitowanych papierów dłużnych.

2. Wpływ wzrostu globalnego zadłużenia na emisje plasowanych obligacji

Wykres 1. Zadłużenie sektora niepublicznego w bilionach USD w latach 1990-2008



Wskaźnik: CAGR⁴ – średnia roczna stopa wzrostu (Compound Annual Growth Rate).
Dane na podstawie kursu wymiany z 2008 roku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie McKinsey Global Institute, Analizy McKinsey Global Institute. Globalne dane finansowe podają za: Ch. Roxburgh, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. W. Hu, M. S. Pierce, *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009, s. 25.

⁴ Średnia roczna stopa wzrostu (Compound Annual Growth Rate – CAGR) określa stopę zwrotu z inwestycji – na przykład funduszu inwestycyjnego lub obligacji – w okresie inwestycji, na przykład 5 lub 10 lat. Stopa CAGR jest nazywana także „wygładzoną” stopą zwrotu, ponieważ mierzy opłacalność inwestycji w taki sposób, jak gdyby wartość inwestycji rosła według stałej stopy o składowanej podstawie rocznej. Do obliczania stopy CAGR służy funkcja XIRR (wartości, daty, wynik).

Podobnie prawidłowości, które doprowadziły do szybkiego wzrostu emisji niepublicznych obligacji na rozwiniętych rynkach w ciągu ostatnich dwóch lat pozostały na niezmiennym poziomie. Jednak rok 2009 przyniósł bardzo duże wzrosty emisji obligacji spoza sektora rządowego. Prawie wszystkie wzrosty zadłużenia sektora niepaństwowego od 1990 roku wystąpiły w dwóch kategoriach: obligacje wyemitowane przez instytucje finansowe, które stanowiły 49% wszystkich obligacji, i papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS)⁵, które wynosiły tylko 43%. Wartość niespłaconych obligacji korporacyjnych wzrastała stopniowo, ale wartość przyrostu była tylko nieznacznie większa niż PKB. W przyszłości ta dynamika może zostać odwrócona. Emisja obligacji korporacyjnych wzrosła w 2009 r., ponieważ banki nie mogąc uzyskać kredytów musiały skorzystać z takiej formy pozyskania kapitału w celu naprawy swoich bilansów. Na podobnym poziomie pozostaną również emisje obligacji korporacyjnych przez następne kilka lat, aż sektor bankowy powróci do stanu sprzed kryzysu subprime. Ale obligacje korporacyjne stanowią tylko 15% zaciągniętego zadłużenia w sektorze długu niepublicznego⁶.

Emisja długu przez instytucje finansowe zmniejszyła się o 11% w roku 2008 na rozwiniętych rynkach, z największym spadkiem w USA⁷. Przez najbliższe dwa lata Stany Zjednoczone Ameryki pozostaną z 1,5-bilionowym długiem instytucji finansowych. Banki będą ponosić wyższe koszty odsetek, częściowo dlatego, że będą mogły zastąpić część długu krótkoterminowego zadłużeniem z dłuższym terminem zapadalności. Wciąż, pomimo dużej wielkości emisji obligacji, wartość niespłaconego długu instytucji finansowych jest bardzo wysoka i ma tendencję wzrostową, co w konsekwencji może spowodować brak możliwości pozyskania kapitału w takiej formie. Podobnie emisje zabezpieczonych aktywów finansowych (ABS) gwałtownie spadły w 2008 r. Ilość emisji była znikoma poza tylko rządowymi programami w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii⁸. Sekury-

⁵ Papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami. Należą do nich takie instrumenty, jak Mortgage Backed Securities (forma obligacji hipotecznych), CDO (Collateralized Debt Obligations) czy CBO (Collateralized Bond Obligations), w zależności od rodzaju struktury finansowania oraz aktywów. Instrumenty te są już częścią rynków w USA, Wielkiej Brytanii i Niemczech. Gotowe struktury finansowania również z czasem mogą się pojawić w Polsce, jednak wygodniejszą dla polskiego rynku formą są obecnie certyfikaty sekurytyzacyjne funduszy zamkniętych. W USA rynek ABS w 2008 r. wyceniany był na ponad 2 tryliony USD, co stanowi ośmiokrotny przyrost PKB Polski.

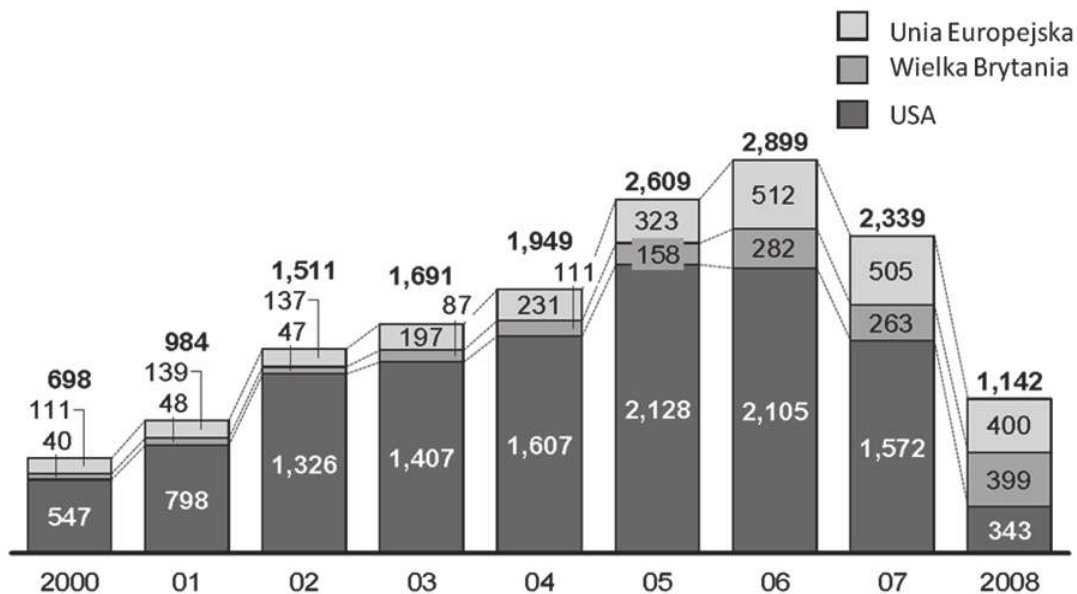
⁶ Ch. Roxburgh, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. W. Hu, M. S. Pierce, *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009, s. 24.

⁷ Spadki emisji obligacji różniły się znacznie między regionami. W USA emisja obligacji w sektorze finansowym spadła o 29 %, podczas gdy emisja europejskich obligacji instytucji finansowych wzrosła o 10 %, głównie z powodu emisji obligacji zabezpieczonych (covered bonds — papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie lub gwarancjami rządowymi, nazywane również listami zastawnymi).

⁸ W Stanach Zjednoczonych ABS (asset-backed securities) emitowane są prawie wyłącznie przez sponsorowane przez rząd przedsiębiorstwa GSE (government-sponsored enterprises), takie jak Fannie Mae i Freddie Mac, lub poprzez programy rządowe, takie jak krótkoterminowe aktywa w postaci linii kredytowej zabezpieczonej na obligacjach (Federal Reserve's Term Asset-Backed

tyzacja najprawdopodobniej powinna się ożywić w najbliższym czasie, gdyż są to papiery o niskim stopniu ryzyka, a przyjmuje się, że w pierwszej kolejności będą to np. plain-vanilla securities (takie jak MBS). Nadal bardzo wysokie tempo nowych emisji obligacji, tak popularnych w latach przed kryzysem subprime w części odzwierciedlającej boom kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych i innych krajach, jest mało prawdopodobne, aby się powtórzyło⁹.

Wykres 2. Globalne roczne emisje aktywów zabezpieczonych (obligacji) 2000-2008 w miliardach USD



Dane na podstawie kursu wymiany z 2008 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie McKinsey Global Institute, Analizy McKinsey Global Institute. Globalne dane finansowe podają za: Ch. Roxburgh, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. W. Hu, M. S. Pierce, *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009, s. 26.

Securities Loan Facility). W Wielkiej Brytanii, sekurytyzacja wzrosła w odpowiedzi na programy rekapitalizacji Europejskiego Banku Centralnego i Bank Anglii. Więcej można przeczytać na: www.mckinsey.com. Pełna nazwa The Federal Home Loan Mortgage Corporation („FHLMC”) notowana na NYSE, ogólnie znana pod nazwą Freddie Mac, jest przedsiębiorstwem stworzonym przez Kongres USA (government-sponsored enterprise (GSE)). Jako GSE udziela kredytów, jak i sama je zaciąga. FHLMC zostało stworzone w 1970 r, aby działać na wtórnym rynku nieruchomości w USA. Wraz z innymi tego typu firmami jak GSE, Freddie Mac kupuje nieruchomości na rynku wtórnym, a następnie je sprzedaje z zabezpieczeniem hipotecznym (ang. mortgage-backed securities MBS) dalszym inwestorom na otwartym rynku. Więcej na: www.freddiemac.com. W roku 1968 Lyndon Johnson wymyślił koncepcję budowy Wielkiego Społeczeństwa (ang. *Great Society*). W celu zrównoważenia budżetu federalnego ustanowił pojęcie tzw. przedsiębiorstwa wspieranego przez państwo (Government Sponsored Enterprises, GSE) formalnie działającego jako wyodrębnione osoby prawne na podstawie rynkowych mechanizmów, jednak wspierane przez limity kredytowe gwarantowane z budżetu państwa. Dodatkowo przedsiębiorstwa GSE korzystają z szerokiej palety ulg i zwolnień podatkowych. Więcej można przeczytać w: M. Thlon, *Krótką historia amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych – czyli jak ewaluował American Dream* (cz. 1), „Rzeczpospolita” 2008.

⁹ Ch. Roxburgh, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. W. Hu, M. S. Pierce, wyd. cyt., s 26.

W przeciwieństwie do emisji akcji i obligacji sektora niepublicznego, dług publiczny szybko się rozwija i stanowi większą część wzrostu aktywów finansowych na rozwiniętych rynkach. Widoczne jest już zwiększenie liczby pożyczek rządowych w celu pokrycia nowych programów rekapitalizacji systemu finansowego i pobudzania wzrostu gospodarczego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy przewiduje, że takie działania spowodują powstanie połączonego deficytu budżetowego gospodarek rozwiniętych do wielkości z 75,2 % PKB w 2007 r. do 93,6% w 2009 r.¹⁰. Spowoduje to przyrost nowego bąbla finansowego. W niektórych krajach poziom ten może pójść znacznie wyżej. Dług publiczny USA ma wzrosnąć z 63 % PKB w 2007 r. do 100% do końca 2010 r.¹¹. Dług publiczny Japonii obecnie wynosi już 188% PKB, a po ponad dekadzie wprowadzania programu naprawczego i fiskalnego, ma wzrosnąć do 226% do końca roku 2010¹². Emisja długu publicznego stworzy nowe możliwości dla pośredników finansowych. Ale te duże długi stanowią znaczący transfer bogactwa od przyszłych pokoleń do współczesnych społeczeństw i będą ciężar na wroście, ponieważ będą one wypłacane w przyszłości. A jak rządy wpompują ogromne ilości nowych pieniędzy do światowej gospodarki, zarówno poprzez politykę pieniężną, jak i fiskalną, to istnieje ryzyko zawyżenia ceny dóbr konsumpcyjnych i towarów oraz aktywów, które mogłyby stworzyć nowe bąble finansowe w przyszłości¹³.

Depozyty bankowe wzrosły w roku 2008 z powodu zwiększonej awersji do ryzyka wśród inwestorów detalicznych i akcji promocyjnej banków w celu przyciągnięcia nowych depozytów. W ciągu najbliższych kilku lat depozyty mogą nadal rosnąć szybciej niż PKB, jeśli ta tendencja się utrzyma. Prywatni inwestorzy po trudnym okresie kryzysu na rynku akcji, nieruchomości oraz MBS dokonują bardziej ostrożnych wyborów finansowych. Banki ponoszą teraz większe koszty finansowania swoich własnych zobowiązań, mogą więc zaoferować wyższe oprocentowanie depozytów. W dłuższej perspektywie jednak szybki wzrost depozytów bankowych jest mało prawdopodobny w najbardziej rozwiniętych rynkach, gdzie inwestorzy detaliczni mają możliwości osiągnięcia wyższych zysków przez kapitał własny i stałe dochody z funduszy. Wyjątkiem jest Japonia, gdzie lokaty

¹⁰ Więcej można przeczytać na: www.imf.org.

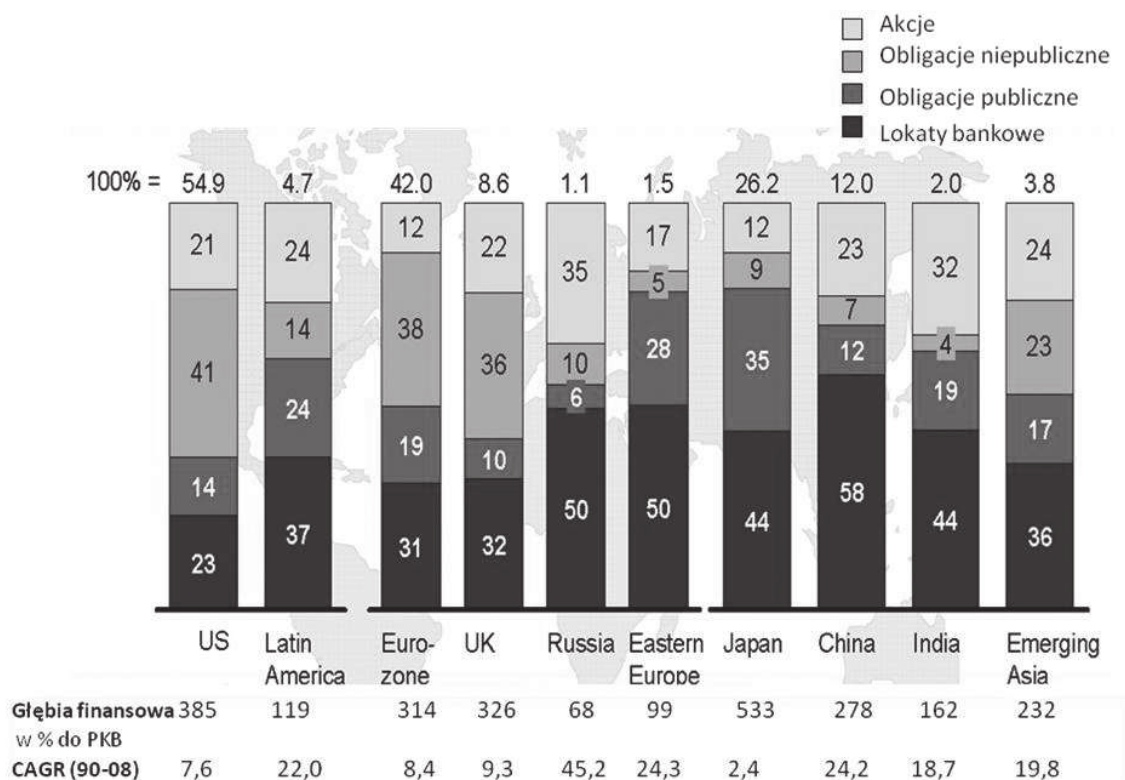
¹¹ W ten sposób w 2010 r. amerykański dług znajdzie się na poziomie 100% PKB. W takiej sytuacji koszty jego obsługi będą stanowiły 3-4% PKB lub nawet więcej, jeśli rynek zacznie wyżej oceniać prawdopodobieństwo bankructwa USA. Rząd amerykański ma możliwość skorzystania z rozwiązania, które było już wykorzystane w okresie powojennym, kiedy to udało się w sześć lat sprowadzić zadłużenie z poziomu 118 do 80% PKB w 1951 r. Obligacje zacznie masowo skupować Fed, a problem zadłużenia publicznego zacznie się zmniejszać. Ceną za takie posunięcie byłaby wielka inflacja i potężna deprecjacja amerykańskiej waluty. W latach 1945-51 ceny wzrosły o 46%, co oznaczało roczną inflację na poziomie ok. 6,5%. Monetaryzacja długu wydaje się jednak i tak bardziej dyplomatycznym rozwiązaniem niż odmowa jego zapłaty czy manipulowanie przy obligacjach. Więcej można przeczytać w: M. Bitner, *Rezerwy walutowe Chin a problem dolara*, Wealth Solutions S. A., Warszawa, 2009, www.walth.pl.

¹² Więcej można przeczytać w: M. Horton, M. Kumarv, P. Mauro, *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF staff position note, July 30, 2009.

¹³ Tamże, s. 26.

bankowe stanowią 44% wszystkich aktywów finansowych, a wartości akcji są porównywalne z tymi na rynkach wschodzących.

Wykres 3. Aktywa finansowe z podziałem na regiony w roku 2008 w bilionach USD



CAGR podawane jest na podstawie stałych kursów walutowych.

Głębina finansowa jest to stosunek aktywów finansowych do PKB.

Niektóre liczby mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.

Dane na podstawie kursu wymiany z 2008 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie McKinsey Global Institute, Analizy McKinsey Global Institute. Globalne dane finansowe podają za: Ch. Roxburgh, S. Lund, Ch. Atkins, S. Belot, W. W. Hu, M. S. Pierce, *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009, s. 27.

3. Emisje obligacji na międzynarodowym rynku finansowym w USD i EUR

W danych zawartych w tabeli 1 uwidacznia się globalna tendencja wzrostowa w zakresie emisji międzynarodowych obligacji. Rokrocznie emituje się większą liczbę międzynarodowych obligacji. Widoczny jest trend wzrostowy z roku na rok w przypadku tej formy pozyskania kapitału¹⁴. Sytuacja ta zwią-

¹⁴ Wyjątek stanowi rok 2008, w którym kryzys w USA spowodował zmniejszenie liczby emisji.

Tabela 1. Wartość wszystkich międzynarodowych obligacji w milionach USD

Rok	Wartość
1998	814 685,40
1999	1 207 612,00
2000	1 318 982,99
2001	1 681 090,00
2002	1 510 690,00
2003	2 048 120,00
2004	2 299 130,00
2005	2 130 016,70
2006	3 116 520,00
2007	3 303 840,00
2008	2 851 907,00
2009	4 187 371,00

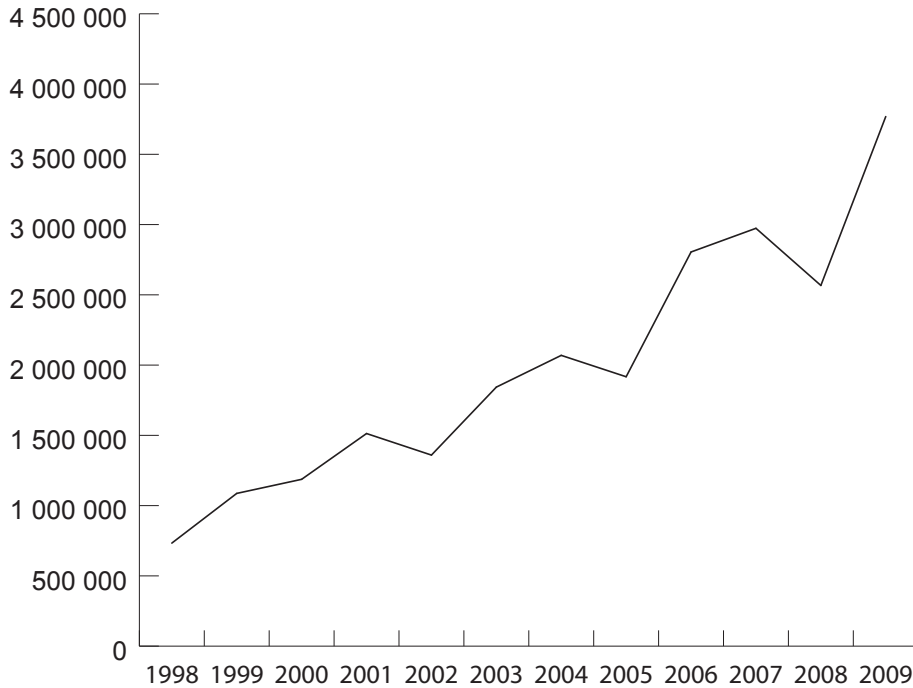
Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

zana jest w dużej mierze również z bogaceniem się poszczególnych korporacji transnarodowych oraz samych krajów w głównych centrach gospodarczych świata. Przykładowo przyrost emisji na przełomie roku 1998/99 wynosił blisko 49%. W następnych okresach występowały kolejno wzrosty o 9 i 27%, spadek liczby emisji o 10%, następnie wzrost o 35 i 12%, potem spadek o 7%, by wreszcie w 2006 r. doszło do wzrostu emisji, który wyniósł 46%. Rok 2007 to wzrost o 6%. Widoczne były symptomy kryzysu w USA. Z kolei rok 2008 zakończył się mniejszą liczbą emisji obligacji. Spadek ten w stosunku do roku poprzedniego wyniósł 13,68%. Korekta była głównie spowodowana kryzysem kredytowym tzw. „subprime”, co spowodowało kupowanie w głównej mierze pewnych walorów o ratingu AAA. W związku z perturbacjami w sektorze banków inwestycyjnych, którego kulminacyjnym punktem był upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers, emisja obligacji w USD została prawie całkowicie wstrzymana. Tendencja ta widoczna była również na innych wiodących rynkach obligacji. Inwestorzy, jak i emitenci postanowili przeczekać ten okres, co było dobrze widoczne w 2009 r., który to okres można uznać za udany i rekordowy. Przyrost emisji w 2009 r. w stosunku do poprzedniego okresu wyniósł prawie 47%. Inwestorzy poszukiwali również dobrych jakościowo obligacji. Następne lata powinny przynieść wzrost emisji obligacji w głównej mierze spowodowany dużą ilością wolnego pieniądza spekulacyjnego, który w roku 2009 został uwolniony na zakup obligacji.

Pomimo iż spadek wartości emisji obligacji międzynarodowych wystąpił tylko trzykrotnie w badanym okresie, widoczna jest tendencja wzrostowa. W przedziale od 1998 do 2009 roku średni przyrost wartości emisji wyniósł 18,24%. Przy tak dużej ilości kapitału przeznaczanego na emisję obligacji

jest to wynik bardzo znaczący. Rok 2010 powinien utrzymać na podobnym poziomie wartość emisji obligacji z 2009 r. po udanym okresie w zakresie ilości wyemitowanego kapitału.

Wykres 4. Wartość międzynarodowych obligacji pokazana w walucie USD w milionach



Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 1.

Tabela 2. Liczba emisji wszystkich międzynarodowych obligacji w USD

Rok	Liczba emisji
1998	3811
1999	5375
2000	5893
2001	6522
2002	6441
2003	7893
2004	8756
2005	4300
2006	9333
2007	9246
2008	5862
2009	7212

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

Tabela 2 pokazuje, że w okresie kryzysu subprime w USA oraz po nim zmniejszyła się liczba w sztukach emisji obligacji, choć wartość emisji obligacji w 2009 r. osiągnęła swój największy poziom. Porównując rok 2009 z 2007, mimo rekordu wartości emisji obligacji, spadek liczby emisji obligacji był znaczny, wynosił 21%. Średnia liczba emisji rocznie w badanym okresie wyniosła 6720 sztuk.

Tabela 3. Wartość emisji międzynarodowych obligacji w walucie euro w milionach

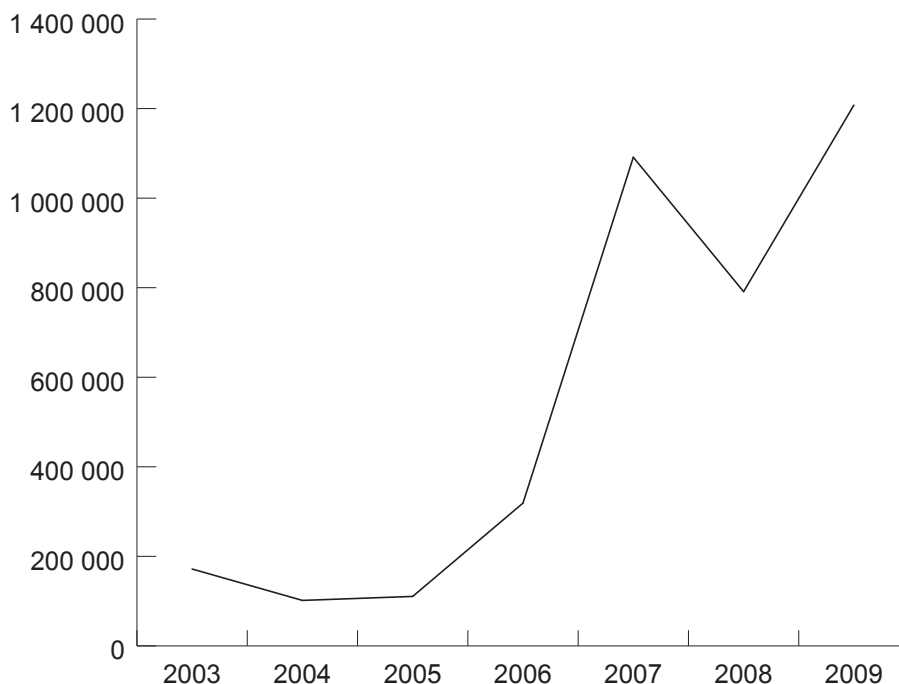
Rok	Wartość
2003	171 724,22
2004	101 594,00
2005	110 522,00
2006	318 942,31
2007	1 091 290,00
2008	791 167,30
2009	1 207 700,62

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

Zgodnie z danymi zawartymi w tabeli 3, w przypadku emisji obligacji w walucie euro sytuacja w porównaniu z emisją w walucie USD wygląda nieco gorzej. Wynika to głównie z braku dużego popytu w początkowym okresie po wprowadzeniu euro, który stopniowo z roku na rok rósł. Wyjątek stanowi spadek wartości emisji w latach 2004 i 2008 o 40 i 27 % w stosunku do lat poprzednich. Należy również zwrócić uwagę na fakt, że inwestorzy w początkowym okresie nie mieli zaufania do nowej waluty. Kraje, które zrezygnowały ze swojej waluty krajowej (vide Niemcy, Francja, Włochy czy Hiszpania) automatycznie dokonały przewalutowania wyemitowanych już obligacji we własnych narodowych walutach na euro oraz równocześnie zaczęły emitować nowe obligacje rokrocznie na podobnym poziomie, jak w okresie przed wprowadzeniem euro. Jedynie emisje z lat 2004 i 2008 przyniosły dużą redukcję w stosunku do okresów poprzednich. W dalszym okresie jednakże widoczny jest trend wzrostowy począwszy od 188% wzrostu w roku 2006 i osiągając roczny przyrost rzędu 242% w 2007 r. Natomiast spadek emisji obligacji o 27,5% w roku 2008 w stosunku do 2007 pokazuje zawirowania na rynku euro. Pokazuje to dużą korektę w stosunku do roku poprzedniego, lecz i tak utrzymuje się na wysokim poziomie w stosunku do lat poprzednich. Tak duży przyrost w ostatnich latach jest również spowodowany zmianami w kosztach emisji w euro — w obniżeniu tych kosztów emisji. Nie bez znaczenia jest również sytuacja na rynku amerykańskiego dolara, lecz wprowadzenie euro spowodowało między innymi wyeliminowanie różnic kursowych, które dla poszczególnych krajów stanowiło dość duży koszt. Rok 2009 jest rokiem przełomowym w wartości emisji obligacji, która osiągnęła największy poziom

od wprowadzenia euro. W następnym okresie wartość emisji może nieznacznie się zmniejszyć ze względu na problemy w gospodarce Unii Europejskiej oraz problemy Grecji w strefie euro.

Wykres 5. Wartość emisji międzynarodowych obligacji w walucie euro w milionach



Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 3.

Jak pokazuje wykres 5, po krótkim okresie spadków, począwszy od roku 2005 widoczny jest stabilny trend wzrostu emisji obligacji. W badanym okresie 2003-2009 średni przyrost emisji obligacji w euro wyniósł 70,6%. Jednakże rok 2008 przyniósł również spadek emisji obligacji w euro w stosunku do roku 2007 aż o 27%. W głównej mierze tak duży spadek wynika z braku zaufania również do euro, ale większe znaczenie miał tu wpływ kryzysu finansowego, który znacząco dotknął również gospodarkę Unii Europejskiej. Rok 2009 w dużej mierze zaowocował wzrostem wartości emisji obligacji aż o 52% w stosunku do roku poprzedniego. Jest to związane z dużą ilością wolnego pieniądza, będącego w posiadaniu inwestorów oraz dobrych jakościowo emisji obligacji przez emitentów z ratingiem na poziomie AAA. Ponadto wydaje się, że ilość emisji obligacji powinna pozostać na podobnym poziomie jak w roku 2009. Znaczący przyrost emisji obligacji w euro był spowodowany zaufaniem do waluty, jednak, jak pokazał kryzys w USA, to zaufanie do euro zostało osłabione. Rok 2010 jest dla strefy euro dużym sprawdzianem. Duże osłabienie waluty euro na pewno będzie widoczne na rynku obligacji w 2010 r. Duże znaczenie dla tego rynku będą miały wydarzenia w strefie waluty euro i danych makroekonomicznych płynących z eurolandu.

Tabela 4. Liczba emisji międzynarodowych obligacji w walucie euro

Rok	Liczba emisji
2003	415
2004	3579
2005	3505
2006	883
2007	3172
2008	1503
2009	1789

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

W badanym okresie największym ilościowo pod względem emisji obligacji był rok 2004. Świadczy to o dużym rozproszeniu ilości emisji co do wartości transakcji poprzez emisję obligacji. Rok 2009, przy przyroście emisji o 52% w stosunku do roku 2008, świadczy o mniejszej ilości emisji. Potwierdza to również tezę, że rok 2009, jak i 2008 były emisjami pod względem poszukiwania dobrych emitentów o wartości ratingu AAA lub zbliżonym. Istotną rzeczą jest fakt, że rok 2009 był rokiem o najwyższej wartości emisji obligacji w euro, przy stosunkowo mniejszej liczbie emisji. Średniorocznie w badanym okresie emitowano 2120 obligacji.

Tabela 5. Wartość emisji międzynarodowych obligacji w walucie USD w milionach

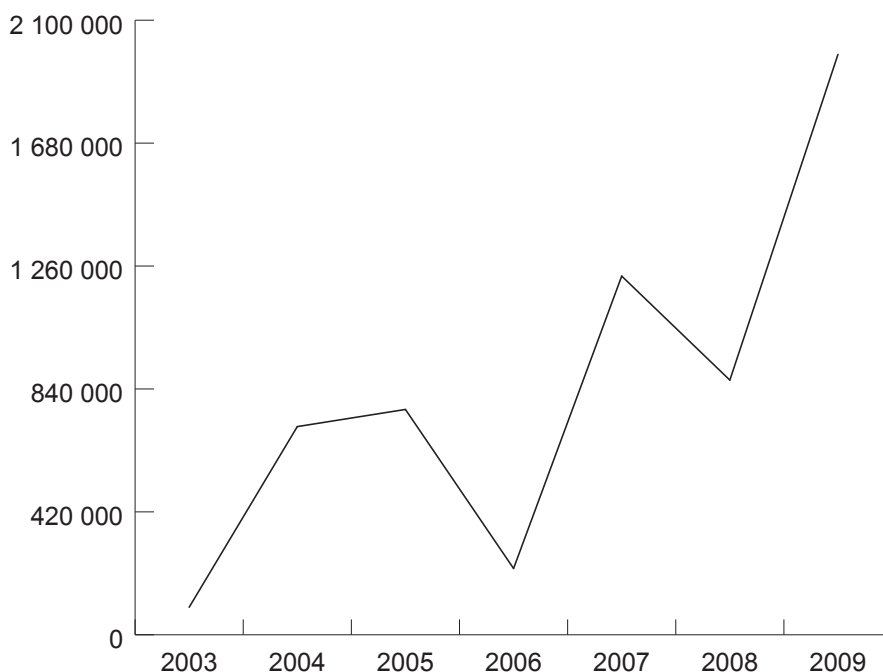
Rok	Wartość
2003	94 044,35
2004	711 368,69
2005	769 930,94
2006	226 529,80
2007	1 225 660,00
2008	870 195,94
2009	1 983 030,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

Jak wynika z danych z tabeli 5, rynek emisji obligacji emitowanych w walucie USD jest niestabilny. Wynika to w głównej mierze z zapaści, do której doszło w sektorze kredytów hipotecznych na rynku amerykańskim oraz z faktu, że jest on uzależniony od danych statystycznych dotyczących sytuacji ekonomicznej USA. Z tego powodu zmiany i przewidywania kursu walutowego USD są bardzo trudne do oceny w predykcji czasowej oraz co do dalszego losu na rynku amerykańskim. Rok 2003 w stosunku do roku 2004 pokazuje roczny przyrost, który wyniósł 656,42%, by w roku 2006 spaść o 70,50%, a następnie wzrosnąć o 441,10% w 2007 r. Widoczny w 2008 roku spadek emisji obligacji w stosun-

ku do roku 2007 w USD o 29% pokazuje znaczącą korektę dla tej waluty. Choć wartość procentowa nie jest duża w stosunku do euro, bo 2%, pokazuje ona mimo wszystko słabość USD. Spadek emisji w USD był porównywalny z euro. Jednak rok 2008 był specyficznym okresem dla całego rynku obligacji w skali międzynarodowej. Spadek emisji w walucie USD jest porównywalny z całą ilością spadku emisji międzynarodowych obligacji. Pokazuje to, że mimo załamania się na rynku w USA dolar pozostał w rękach inwestorów. W znaczącej części emisje w USD były dokonywane przez bardzo dużych emitentów z bardzo dobrymi ratingami, gwarantując wypłacalność oraz zaufanie w oczach inwestorów. Jak można się było spodziewać, rok 2009 stanowi bardzo duży przyrost w stosunku do roku 2008, stanowiący 128%. Rok 2009 na rynku USD pokazuje dużo większy przyrost wartości emisji w USD. Oznacza to powrót inwestorów, jak i emitentów do waluty USD.

Wykres 6. Wartość emisji międzynarodowych obligacji wyemitowanych w walucie USD w milionach



Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 5.

Pomimo tak dużych wahań, zaprezentowanych na wykresie 6, związanych z wartością emisji obligacji w USD, który pokazuje średnioroczny przyrost emisji obligacji w USD w badanym okresie 2003-2009 r. na poziomie prawie 6153 % jest wynikiem imponującym. Średniorocznie przyrost wartości emisji obligacji wynosi 189%. W porównaniu z innymi walutami wskaźnik ten jasno pokazuje, jaka waluta jest popularna wśród emitentów i inwestorów. Mimo symptomów kryzysu na rynku USA nie zanotowano spadku kwotowego emisji obligacji, lecz wzrost w wartości i w ilości emisji w sztukach oraz dużą

zmianę jakościową po stronie emitentów. Okres od roku 2007 do 2009 charakteryzuje się emisjami obligacji o wysokim ratingu na poziomie AAA¹⁵. Oznacza to poszukiwanie przez inwestorów emisji obligacji o wysokiej jakości, zapewniających rosnący zysk na rynku wtórnym w dłuższym okresie. Ten trend powinien się utrzymać w roku 2010, jednak z tą różnicą, że będą dokonywane inne emisje – nie tylko przez instytucje finansowe i rządy poszczególnych krajów, ale również mniejsze podmioty. Rynek dolara amerykańskiego ponownie pokazał swoją siłę. Pomogły na pewno tej walucie złe dane płynące z gospodarki Unii Europejskiej oraz problemy krajów będących w strefie waluty euro – vide Grecja i Hiszpania.

Tabela 6. Liczba emisji międzynarodowych obligacji w walucie USD

Rok	Liczba emisji
2003	232
2004	2602
2005	2145
2006	448
2007	2399
2008	2077
2009	2940

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

Pod względem liczby emisji obligacji rok 2009 jest rekordowy. Pokazuje to również duża liczba emitentów. Świadczy to także o dobrze ugruntowanym i rozwiniętym rynku. Średniorocznie w badanym okresie dokonano 1830 emisji obligacji.

4. Emisje obligacji na międzynarodowym rynku finansowym w GBP i JPY

Emisje w funcie brytyjskim są mniej popularne w porównaniu z USD czy euro i w badanym okresie, ze względu na dużą zmienność, nie wykazują stałej tendencji wzrostowej. Są one bardziej uzależnione od sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych i od sytuacji w głównych centrach gospodarczych świata. W roku 2004 mamy do czynienia ze wzrostem emisji w stosunku do roku poprzedniego aż o 802,70%, co stanowi rekord dla tej

¹⁵ Euroweek, Bookrunners of all euro denominated international bonds – 2008, Issue No. 1060, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2008, s. 1; Euroweek, Bookrunners of all euro denominated international bonds – 2007, Issue No. 1034, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2007, s. 1.

waluty. W późniejszym okresie wahania zmiany są na poziomie 10%, oprócz roku 2003, który to przyniósł obniżenie ilości emisji w ciągu roku aż o 70%. W następnym roku wahania wracają do podobnej wartości, gdzie wzrost wyniósł 266,22% w stosunku do roku poprzedniego.

Tabela 7. Wartość międzynarodowych obligacji w walucie GBP w milionach

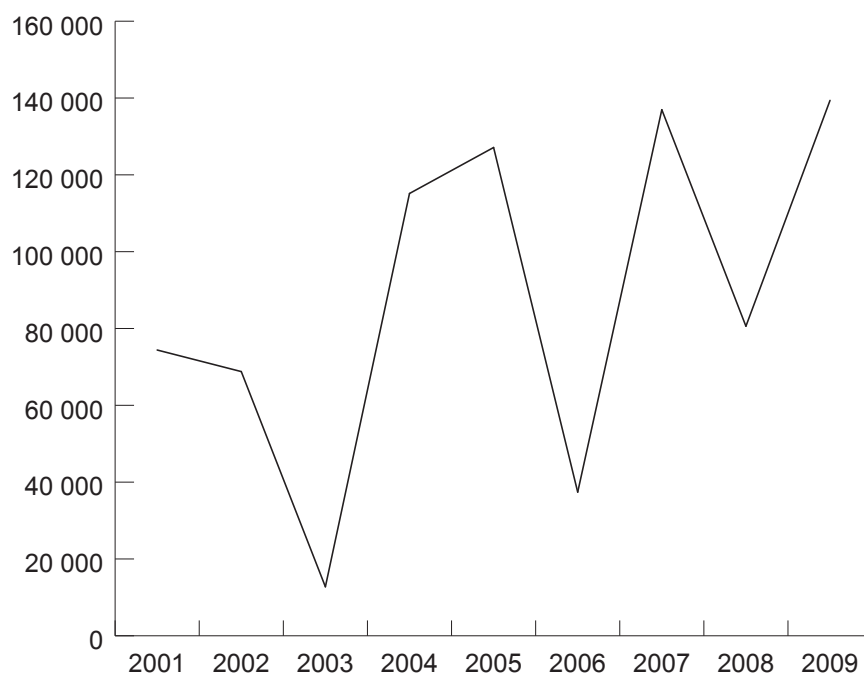
Rok	Wartość
2001	74 398,02
2002	68 781,88
2003	12 755,62
2004	115 145,03
2005	127 119,44
2006	37 399,22
2007	136 962,23
2008	80 588,72
2009	139 381,33

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

Rok 2007 to wzrost emisji w funtach brytyjskich, co było spowodowane symptomami kryzysu płynącymi z rynku USA, jako poszukiwania nowej formy emisji w innej walucie niż dolar amerykański. Nie bez znaczenia jest również dla GBP fakt, że Wielka Brytania uznawana jest za jedno z centrów gospodarczych świata w Europie. To powoduje między innymi większą chęć dokonywania emisji w funcie. Rok 2008 natomiast pokazuje spadek emisji w funcie brytyjskim o prawie 42%, co w porównaniu z USD i euro jest dużą korektą. Rok 2009 tak w euro, jak i USD wykazuje w GBP wzrost o 73% w stosunku do roku poprzedniego. Świadczy to o dużym popycie i podaży na emisje w tej walucie.

Ilość emisji obligacji w walucie GBP w okresie od roku 2001 do połowy 2009 wskazuje średni przyrost na poziomie 119% rocznie, co stanowi i tak dość znaczącą ilość obligacji w funcie szterlingu. Rok 2008 nie był już tak atrakcyjny jak 2007 dla emisji w funcie brytyjskim i zmniejszył się ilościowo w stosunku do 2007 r. Było to spowodowane kryzysem kredytowym subprime, który dotknął w 2008 r. rynek UE. Tak duża korekta w zaufaniu do funta była również spowodowana przez problemy w Wielkiej Brytanii z funtem i częścią banków. Funt brytyjski stracił na wartości w oczach inwestorów w 2008 r., jednak w 2009 r., mimo trudności w gospodarce UE, wykazał bardzo duży przyrost wartości emisji obligacji. Spowodowane to było między innymi dużym zapotrzebowaniem ze strony inwestorów na lokowanie wolnych środków finansowych.

Wykres 7. Wartość międzynarodowych obligacji w walucie GBP w milionach



Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 7.

Tabela 8. Liczba emisji międzynarodowych obligacji w walucie GBP

Rok	Liczba emisji
2003	94
2004	872
2005	1 005
2006	242
2007	918
2008	406
2009	310

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

Tak jak w przypadku poprzednich emisji obligacji, w walucie USD czy euro, GBP mimo dużej wartości emisji obligacji w ilościach, emisje te były, w stosunku do poprzednich okresów, stosunkowo małe. Tendencja ta pojawiła się już w 2008 roku. Widać, że również w GBP poszukiwano dobrych jakościowo obligacji. Średniorocznie w badanym okresie wyemitowano 544 obligacji.

Jen japoński w badanym okresie wykazywał spadki w ilości emisji obligacji. Wyjątek stanowi rok 2004, gdzie przyrost emisji w stosunku do roku 2003 wyniósł 96,56% oraz rok 2007, który przyniósł przyrost na poziomie 561,95% w stosunku do roku 2006 — największy w historii. Sytuacja związana z tak dużym przyrostem emisji obligacji w 2007 r. była głównie spowodowana zaufaniem

Tabela 9. Wartość emisji międzynarodowych obligacji w walucie YEN w milionach

Rok	Wartość
2001	5 820 890
2002	3 792 820
2003	1 218 070
2004	2 394 280
2005	2 182 110
2006	1 063 680
2007	7 041 010
2008	4 299 160
2009	3 680 319

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

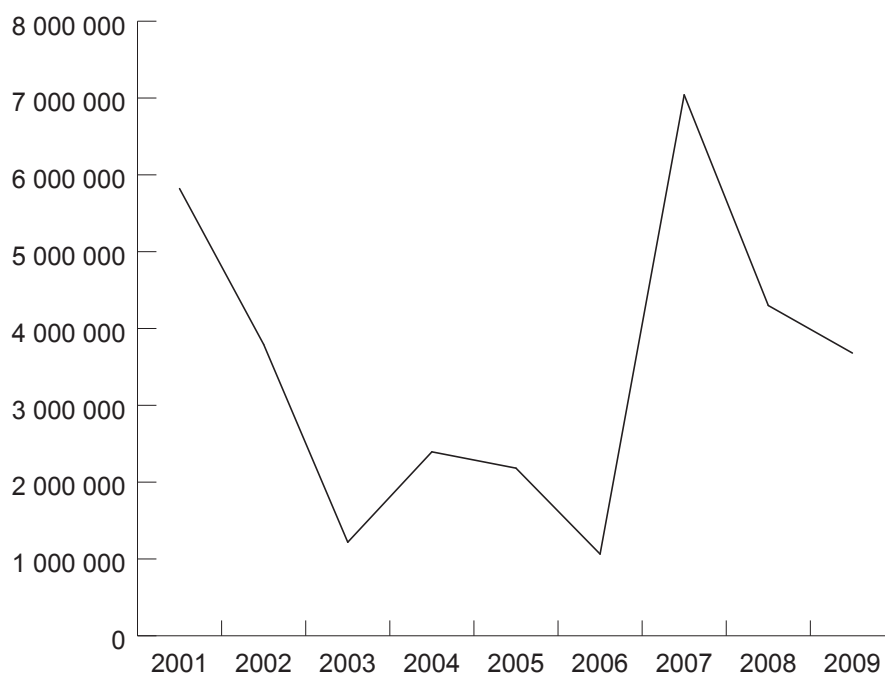
do jena japońskiego jako waluty oraz samego rynku w Tokio, jako gwaranta stabilności rynku finansowego. Jednakże rok 2008 pokazał dużą korektę, głównie poprzez dane płynące z gospodarki japońskiej. Tak duża korekta w 2008 r. pokazuje duże uzależnienie rynku obligacji emitowanego w jenie od sytuacji na rynku w USA. Po upadku Lehman Brothers w 2008 r. wstrzymano również wszelkie emisje w tej walucie. Rynek jena stracił również na wartości w 2009 r., gdyż gospodarce Japonii niestety nie udało się poprawić sytuacji gospodarczej – emitenci, jak i inwestorzy traktowali ten rynek tak jak w roku 2008.

Jak już wyżej wspomniano, rynek emisji obligacji w jenach wykazywał tendencję raczej spadkową. Rok 2007 to rekord, który poprawia statystykę w tym zakresie. Nie jest ona zbyt interesująca, ale wykazuje przyrost przez cały badany okres średnio na poziomie 47%. Rok 2008 zakończył się korektą o 38%, z czego wynika, że rynek emisji w tej walucie został wyhamowany. Bardzo podobna była tendencja w roku 2009, ze spadkiem w stosunku do 2008 o prawie 15%, ale w oczach inwestorów w dalszym ciągu jest on interesujący pod względem zyskowności, a co za tym idzie, samej waluty.

Rynek w jenach nie podążył za resztą badanych walut. Mimo poszukiwania dobrych obligacji o ratingu AAA, rynek obligacji w jenach pozostał w tyle. Również pod względem ilości emisje obligacji spadły w 2009 r. w stosunku do roku 2008 o 49%, średniorocznie jednak wyemitowano w badanym okresie 814 obligacji.

Zmiany zachodzące pod wpływem globalizacji na międzynarodowym rynku obligacji w głównych centrach gospodarczych świata są złożone i wielowymiarowe. Dane wpływające na wycenę oraz atrakcyjność obligacji w głównych centrach gospodarczych świata są inne dla każdego rynku. Różnice dotyczą danych związanych z sytuacją gospodarczą – w szczególności danych makroekonomicznych, wartości waluty oraz zaufania do danego rynku.

Wykres 8. Wartość emisji międzynarodowych obligacji w walucie YEN w milionach



Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 9.

Tabela 10. Liczba emisji międzynarodowych obligacji w walucie YEN

Rok	Liczba emisji
2000	1104
2001	1413
2002	1571
2003	438
2004	927
2005	940
2006	112
2007	851
2008	524
2009	268

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych zestawień Euroweek – Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn.

Mimo wprowadzenia nowej międzynarodowej waluty – euro – brak jest widocznych zmian na międzynarodowym rynku obligacji; nie zmieniły się też powiązania poszczególnych gospodarek. Wprawdzie zmieniła się sytuacja na międzynarodowym rynku walutowym, ale nie jest to jednoznaczne z przesunięciem się popytu w wyniku wprowadzenia euro na poszczególnych segmentach rynku, na przykład na międzynarodowym rynku obligacji emitowanych w dolarach amerykańskich. Widoczne są tendencje w zakresie zmiany wyboru waluty przy emisji obligacji, ale w głównej mierze jest to spowodowane rezygnacją

z narodowych walut przez kraje, które weszły do strefy euro. Naturalne więc było przesunięcie ilości emisji z walut narodowych na euro.

W wyniku procesu globalizacji zaistniały zmiany na rynku obligacji w głównych centrach gospodarczych świata, ale były to raczej zmiany jakościowe, nie dotyczące wyboru waluty. W ostatnich latach poszukiwano głównie emisji dających pewność wypłacalności ze strony emitenta (vide emisje przeprowadzone przez EIB czy inne banki o ratingu AAA). Uwaga emitentów była skupiona na jakości emitentów, a nie na walucie, co wpłynęło na poszukiwanie podmiotów o największym ratingu. Problem wyboru waluty pojawił się przede wszystkim w związku z problemami dotyczącymi kredytów hipotecznych w USA. Od roku 2006 widać było poszukiwanie dobrych obligacji niezależnie od waluty. W latach 2006–2009 nie nastąpiła zmiana związana z wyborem dolarów amerykańskich, pomimo pojawiającego się kryzysu w Stanach Zjednoczonych Ameryki, a w roku 2008 ujawniły się skutki problemów z kredytami hipotecznymi – upadł bank inwestycyjny Lehman Brothers i zaszły zmiany własnościowe w Bears Stearns¹⁶. W innym amerykańskim banku inwestycyjnym, Merrill Lynch, stwierdzono, że nie może on samodzielnie funkcjonować i zdecydowano, iż za 50 mld USD wykupi go Bank of America. AIG (American International Group) wystąpił do Banku Rezerw Federalnych (ang. Federal Reserve Bank, FRB) o 40 mld USD pomocy, której udzielenie uratowało grupę od bankructwa¹⁷. Wsparcie amerykańskiej administracji było widoczne również we wrześniu 2008 roku, przy podejmowaniu decyzji o przejęciu zagrożonych bankructwem Fannie Mae i Freddie Mac. W celu odbudowy zaufania konsumentów skarb państwa wsparł je kwotą 100 mld USD. Innym przykładem jest sytuacja kalifornijskiego banku hipotecznego IndyMac, nad którym kontrolę przejął Zarząd Rezerwy Federalnej w lipcu 2008 r. Bank ten miał aktywa w wysokości 32 mld USD, jednak nie był w stanie ich sprzedać. Kryzys w USA, który przybrał na sile w roku 2008, wyznacza trend dotyczący wartości dolara amerykańskiego. Rok 2009 skupił się na kontroli rynku na świecie w sektorze bankowym. Niektóre instytucje finansowe postanowiły spłacić pomoc państwa we wcześniejszym okresie. Koniec roku 2009 i początek 2010 to widoczne zmiany w gospodarce Unii Europejskiej. Przede wszystkim problemy Grecji, która jest członkiem strefy euro. Jest to pierwszy tego typu sprawdzian dla Unii Walutowej. Należy zwrócić również uwagę na problemy gospodarcze wszyst-

¹⁶ Transakcja miała miejsce w marcu 2008 r. Piąty pod względem wielkości bank inwestycyjny w USA miał problemy w związku ze zbyt dużym zaangażowaniem w rynek nieruchomości w USA. Zarząd Banku Rezerw Federalnych (FRB) i sekretarz skarbu USA wynegocjowali przejęcie Bearn Stearns przez JP MorganChase. FRB przy tej transakcji musiał objąć gwarancją aktywa Bearn Stearns warte 29 mld USD.

¹⁷ Resort skarbu i Rezerwa Federalna (Fed) USA 2 marca 2009 r. podały do wiadomości, że w wyniku straty 61,7 mld USD za IV kwartał 2008 r. AIG otrzyma kolejne 30 mld USD pomocy publicznej. Łączna pomoc po tym dofinansowaniu wyniesie 180 mld USD. Dla porównania Citigroup otrzymał 50 mld USD, a Bank of America – 45 mld USD. Więcej na: www.pap.pl; J. Gapper, *Zbyt długo bujałeś w obłokach, Hank*, „Financial Times”, Londyn, marzec 2009.

kich krajów Unii Europejskiej, poza kilkoma. Proces globalizacji doprowadził i ukazał słabość gospodarki światowej. Pierwszy raz na tak dużą skalę kryzys spowodował przeniesienie się jego skutków na cały świat. Należałoby się zastanowić, dlaczego pomimo kryzysu w Ameryce dalej prowadzi się emisję w USD. Jest to zagadnienie wielowątkowe i złożone, ale w pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na fakt, że doraźne, lecz konieczne wykupywanie przez rząd poszczególnych podmiotów czy wpompowywanie dużej ilości środków finansowych ma spowodować pobudzenie gospodarki i złagodzenie takich skutków kryzysu, jak efekt domina i brak zaufania.

Postępująca globalizacja rynków finansowych i międzynarodowego rynku obligacji spowodowała powstanie naczyń połączonych w głównych trzech rynkach: USA, Europy i Azji. Zakup międzynarodowych obligacji w dolarach amerykańskich jest ważnym elementem systemu finansowego i gospodarczego dla Chin i Japonii oraz pozostałych krajów azjatyckich, a to w związku z silnym połączeniem tych gospodarek pod względem choćby sprzedaży towarów. Stany Zjednoczone zaspokajają w Chinach rosnący popyt na dobra. Z USA środki są przekazywane – poprzez inwestycje zagraniczne oraz zakupy towarów – do Chin, by następnie wrócić do USA za pośrednictwem nominowanych w dolarach amerykańskich obligacji kupowanych przez Chiny na rynku USA. Podobny schemat powiązania dotyczy Japonii. Wzmożony wzrost na rynku obligacji w Japonii był spowodowany w głównej mierze brakiem symptomów kryzysu związanego z kredytami hipotecznymi. Wzbudziło to duże zainteresowanie emitentów i inwestorów, jednak dalsze trudności gospodarcze spowodowały zmniejszenie popytu. Zmiany zachodzące na rynku europejskim i zwiększony popyt na emisję międzynarodowych obligacji w euro zachwiały złe dane gospodarcze poszczególnych krajów Unii Europejskiej. Widoczne są również silne powiązania Unii Europejskiej ze Stanami Zjednoczonymi w zakresie przepływów kapitałowych i powiązań sektora bankowego. Zmniejszyło to atrakcyjność tego waloru w oczach inwestorów. W ostatnim okresie natomiast wzrosło zainteresowanie emisjami obligacji w funtach brytyjskich. Pojawił się on jako alternatywa do pozostałych walut. Zaletą tej waluty jest to, że była ona czwartą walutą, w jakiej emitowano obligacje, a w ostatnim czasie Wielka Brytania miała stabilną gospodarkę i stała się centrum finansowym Europy. Jednak rok 2008 pokazał słabość funta szterlinga poprzez spadek zaufania do rynku obligacji w tej walucie. Mimo to, jak pokazano powyżej, w 2009 r. utrzymał swoją pozycję jako waluta, w której emitowano obligacje na międzynarodowym rynku finansowym obok euro i dolara amerykańskiego.

Zmiany na międzynarodowym rynku obligacji miały charakter głównie jakościowy. Choć liczba banknotów euro przewyższyła liczbę pozostających w obiegu dolarów amerykańskich, nie oznacza to jeszcze, że analitycy i inwestorzy zmieniają przyzwyczajenia w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w zakresie wyboru waluty. Na niekorzyść euro na pewno będzie przemawiać to, że jest to bardzo młoda waluta, której jeszcze nie dotknął kryzys, a poszczególne

kraje Unii Europejskiej nie pokazały, jak będą się zachowywać w momencie jego nadejścia¹⁸. Mimo że Europejski Bank Centralny sprawuje władzę oraz kształtuje politykę monetarną, nie wystarcza to do odejścia od dolarów amerykańskich przy emisji obligacji, akcji lub innych instrumentów finansowych na rzecz euro. Niepewność co do gospodarki Unii Europejskiej i przyjęcia euro przez resztę krajów UE powoduje, że kurs tej waluty uzależniony jest od danych poszczególnych krajów UE. Należy również brać pod uwagę, że mimo kryzysu w USA rynek amerykański stanowi wyznacznik dla całej gospodarki światowej, czyli mimo słabego dolara amerykańskiego wszyscy inwestorzy i analitycy obserwują tamten rynek. Przy plasowaniu papierów dłużnych na korzyść dolara amerykańskiego przemawia fakt, że w większości państw w dalszym ciągu dokonuje się rozliczeń w dolarach amerykańskich, a w obecnej sytuacji nikt się nie zdecyduje na zmianę tej waluty na euro. Większość krajów i firm posiadających rezerwy w dolarach amerykańskich dokonuje zakupów największych podmiotów w USA, takich jak banki inwestycyjne czy korporacje w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Zakupy te były dokonywane przez kraje arabskie i Chiny.

5. Podsumowanie

Reasumując, proces globalizacji doprowadził do zmian na międzynarodowym rynku obligacji. Przykładowo po wprowadzeniu euro zmiany na rynku obligacji są związane bardziej z procesami globalizacji aniżeli przyjęciem nowej waluty. Jej wprowadzenie też jest spowodowane globalizacją rynków światowych, w tym finansowych. Zmiany, jakie zaszły po wprowadzeniu euro, mają charakter techniczny i prawny. Ułatwiono i uproszczono procedury emisji obligacji w euro oraz spowodowano obniżenie kosztów emisji obligacji w euro, praktycznie wyrównując je z kosztami emisji w dolarach amerykańskich. Nowością jest emisja obligacji globalnych w dwóch lub większej liczbie walut na różnych rynkach. Spowodowane jest to również rosnącym popytem i minimalizowaniem ryzyka kursowego. Na uwagę zasługują widoczne zmiany co do jakości obligacji – w okresie kilku lat bierze się pod uwagę obligacje niezależnie od waluty, a głównym kryterium wyboru jest jakość emitenta. Poszukuje się emisji pewnych nawet przy niskich potencjalnych marżach. Inwestorzy posiadający wolne środki spowodowali nadpodaż pieniądza wolnego w portfelach inwestorów, co szczególnie było widoczne w 2009 r. dla emisji obligacji w USD, euro czy GBP. Zgromadzony kapitał wymusił również poszukiwanie bardzo dobrych jakościowo międzynarodowych obligacji o ratingu potrójnym A lub walorów z grupy obligacji rządowych. Spowo-

¹⁸ Przykład Grecji, która w obliczu kryzysu i przeprowadzenia wymaganych przez UE reform zostanie dofinansowana z UE. Walka pozostałych silnych krajów w strefie euro jest bardzo dobrze widoczna. Zaczyna się okres próby dla UE, jak i unii walutowej.

dowane to było również chęcią przeczekania trudnego okresu i minimalizowania przez inwestorów strat w dłuższym okresie.

Proces globalizacji w dalszym ciągu trwa. Jego skutki pozytywne i negatywne będą widoczne w najbliższym okresie. Rynek obligacji zyskał w zakresie bardziej ostrożnego podchodzenia do emisji obligacji od strony zarówno emitenta, jak i potencjalnego inwestora. Należy brać pod uwagę, że efekty kryzysu subprime w USA będą jeszcze obserwowane z opóźnieniem w całej gospodarce.

Literatura

- Bitner M., *Rezerwy walutowe Chin a problem dolara*, Wealth Solutions S. A., Warszawa 2009.
- Euroweek Europe welcomes FIG bond recovery, Issue No. 1043, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2008.
- Euroweek, Bookrunners of all euro denominated international bonds — 2007, Issue No. 1034, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2007.
- Euroweek, Bookrunners of all euro denominated international bonds — 2009, Issue No. 1134, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2009.
- Euroweek, Bookrunners of all euro denominated international bonds — 2008, Issue No. 1060, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2008.
- Euroweek, Bookrunners of all dollar international bonds — 2009, Issue No. 1134, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2009.
- Euroweek, Bookrunners of all international bonds — 2007 (March 22, 2007), Issue No. 996, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2007.
- Euroweek, Bookrunners of all international bonds — 2009 (January 8, 2010), Issue No. 1136 Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2010.
- Euroweek, Bookrunners of all international Sterling bonds — 2009 (December 10, 2009), Issue No. 1134 Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2009.
- Euroweek, Bookrunners of all international Yen bonds — 2009 (December 10, 2009), Issue No. 1134 Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2009.
- Euroweek, EURO the tonic as swaps spreads fizz, Issue No. 1775043, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2007.
- Euroweek, Europe welcomes FIG bond recovery, Issue No. 1043, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2008.
- Euroweek, Falling dollar may lose its crown, Issue No. 1775045, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2007.
- Euroweek Société de Financement de l'Economie Française — SFEF, Issue No. 1086, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2009.
- Euroweek, Sterling as the swap spreads widen, Issue No. 1775046, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2007.

- Euroweek, Tripe-A issuers to the nimble, the spoils, Issue No. 1775041, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2007.
- Euroweek, US bond mart regains its gusto in \$20bn week, Issue No. 1048 – 4 April 2008, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2008.
- Euroweek, US issuers charm out bonds conscious that market could worsen, Issue No. 1036, Euromoney Institutional Investor plc Company, Londyn 2008.
- Gapper J., *Zbyt długo bujałeś w obłokach, Hank*, „Financial Times”, Londyn, marzec 2009.
- Horton M., Kumarv M., Mauro P., *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF staff position note, July 30, 2009.
- Roxburgh Ch., Lund S., Atkins Ch., Belot S., Hu W. W., Pierce M. S., *Global capital markets: Entering a new era*, McKinsey Global Institute, San Francisco 2009.
- Rybiński K., *Globalizacja w trzech odsłonach*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2007.
- Strzelecki J., *Chiny nie potrafią zarabiać na usługach*, „Gazeta Bankowa”, luty 2010.
- Thlon M., *Krótką historią amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych, czyli jak ewaluował American Dream (cz. 1)*, „Rzeczpospolita”, Warszawa 2008.
- Unia Europejska i Stany Zjednoczone wobec wyzwań globalizacji*, red. K. Żukrowska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006.
- Xu W., *China to begin yuan-settlement trials*, China Daily dated, Dec 25th2008, Beijing 2008.
- Zorska A., *Korporacje transnarodowe; Przemiany, oddziaływania, wyzwania*, PWE, Warszawa 2007.
- Zorska A., *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Zorska A., *Ku globalizacji?*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Żabińska J., *Wspólna waluta euro a procesy integracyjne europejskich rynków akcji*, w: *Euro a jednolity europejski rynek finansowy*, red. J. Żabińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2003.