

Blandyna Puszer

Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych w strefie euro - stan obecny i perspektywy jego rozwoju

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1,
253-262

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

BLANDYNA PUSZER

*Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych
w strefie euro – stan obecny i perspektywy jego rozwoju*

Short-term securities market of the euro area – current state and prospects of its development

Wprowadzenie

Rynek finansowy krajów Unii Europejskiej jest jednym z najmłodszych obszarów globalnego rynku finansowego. W ostatnich latach podlega on istotnym przeobrażeniom, a najważniejszy proces to tworzenie jednolitego europejskiego rynku finansowego. Utworzenie wspólnego europejskiego rynku finansowego było i nadal jest niezwykle istotną kwestią dla krajów UE, ponieważ jednolity rynek finansowy przyczynić się powinien z jednej strony do skuteczniejszego pozyskiwania środków finansowych przez podmioty gospodarujące, a z drugiej strony do efektywniejszej alokacji kapitału. Jednym z segmentów rynku finansowego UE jest rynek krótkoterminowych papierów wartościowych, który jest rynkiem bardzo zróżnicowanym pod względem wielkości i znaczenia poszczególnych jego instrumentów. Celem niniejszego artykułu jest przybliżenie funkcjonowania rynku krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych. Rynek ten nie uległ – jak dotąd – pełnej integracji, pozostaje nadal rozdrobiony i jest zorientowany na potrzeby krajowe. Jego integracja wymaga nadal wiele wysiłku i współpracy ze strony krajów Eurosystemu.

1. Podstawowe instrumenty rynku krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych strefy euro

Rynek dłużnych papierów wartościowych w strefie euro jest bardzo rozwinięty – zarówno w zakresie struktury przedmiotowej, jak i segmentacji podmiotowej. Praktyka podziału dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez kraje strefy euro wywodzi się ze statystyki stosowanej przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) oraz Europejski Bank Centralny (ECB). Publikacje ECB, które w tych rozważaniach będą stanowić podstawę klasyfikacji dłużnych papierów wartościowych państw strefy euro, wykorzystują następujące kryteria podziału: segmentację podmiotową emitenta oraz okres zapadalności zobowiązania. Przedstawiony podział jest zgodny ze standardami Europejskiego Systemu Rachunków ESA 95 i wyodrębnia podstawowe grupy emitentów dłużnych papierów wartościowych: monetarne instytucje finansowe – MIF (ECB, Narodowe Banki Centralne, pozostałe monetarne instytucje finansowe), niemonetarne instytucje finansowe i przedsiębiorstwa (przedsiębiorstwa, inni pośrednicy finansowi, pomocnicze instytucje finansowe, towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne), sektor rządowy (rząd centralny, rządy stanowe, rządy lokalne, fundusze ubezpieczeń społecznych), organizacje międzynarodowe. Natomiast biorąc pod uwagę okres zapadalności papierów wartościowych, można dokonać ich podziału na¹:

- papiery krótkoterminowe – podlegają umorzeniu w ciągu roku od dnia emisji, nawet wtedy, gdy wypuszczono je z możliwością wydłużenia okresu spłaty; natomiast biorąc pod uwagę zasady ESA 95, papiery te mogą mieć termin zapadalności 2 lata lub krótszy;
- papiery długoterminowe – to papiery z reguły z terminem zapadalności powyżej jednego roku lub z nieokreślonym terminem zapadalności.

Przedmiotem obrotu na rynku krótkoterminowych papierów wartościowych są te rodzaje instrumentów dłużnych, z których można przenosić prawa, jakimi zwyczajowo dokonuje się obrotu na rynku pieniężnym, a które spełniają warunki płynności, pewnej wartości, terminu zapadalności do jednego roku i niskiej stopy ryzyka (przede wszystkim ryzyka kredytowego)².

Standardowym skarbowym krótkoterminowym papierem wartościowym są bony skarbowe. Według definicji w publikacjach ECB³ są to instrumenty z terminem wykupu do jednego roku, służące przede wszystkim do finansowania deficytu budżetowego oraz bieżących niedoborów płatniczych, o konstrukcji dyskontowej, sprzedawane z wysokimi nominalami, przeznaczone przede wszystkim na rynek hurtowy. W praktyce terminy wykupu wahają się od kilku dni do jednego roku, choć spotykane są też bony 2- lub 5-letnie (dotyczy to przykładowo Francji). Obok tych papierów do obiegu

¹ ECB, *Securities issues* – www.ecb.int/stast/money/securities (stan na dzień 15.04.2011).

² K. Mitręga-Niestrój, B. Puszer, *Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych strefy euro*, [w:] *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, red. A. Bogus, M. Wypych, Difin Warszawa 2007, s. 89.

³ *Euro money market study 2010*, ECB December 2010, s. 71.

wprowadza się także coraz więcej rodzajów papierów niestandardowych, zróżnicowanych pod względem terminu wykupu, oprocentowania, waluty czy podstawy prawnej.

Kolejnym instrumentem rynku krótkoterminowych papierów wartościowych są certyfikaty depozytowe (CD). Pojęcie tego instrumentu nadal nie jest jednolicie zdefiniowane w strefie euro. Mimo że ECB nie uregulował dotychczas tej kwestii, pozostawiając to przepisom prawa narodowego, to nie wszyscy ustawodawcy stworzyli podstawy prawne do ich emisji. Opierając się na rozwiązaniach na poziomie narodowym, można sformułować właściwą krajom strefy euro definicję tego waloru. CD to zbywalny, dłużny krótkoterminowy papier wartościowy emitowany przez instytucje kredytowe, które potwierdzają złożenie u jego emitenta depozytu i dający jego właścicielowi prawo do określonej na nim kwoty⁴. Według definicji EFMLG negocjowane CD to certyfikaty emitowane przez instytucje kredytowe jako dowód na dokonanie depozytu o znacznej wartości przez korporacje lub innych dużych inwestorów. Zalicza się je do instrumentów zbywalnych, co jest niewątpliwą korzyścią – w strefie euro różnią się znacznie, biorąc pod uwagę termin wykupu (od 1 dnia do 3 lat, a nawet 5 lat)⁵.

Papiery komercyjne (CP) to kolejny instrument krótkoterminowego rynku dłużnych papierów wartościowych. Prawne definicje papierów komercyjnych są różne w poszczególnych krajach strefy euro. W większości systemów prawnych są one określane jako rodzaj papierów (niezabezpieczonych weksli własnych) emitowanych najczęściej przez przedsiębiorstwa z okresem wymagalności do jednego roku, choć w niektórych wypadkach czas wykupu może być dłuższy, a grupa emitentów bywa ograniczona do przedsiębiorstw niefinansowych. Emitentami tych papierów wartościowych mogą być także kampanie finansowe, władze lokalne, międzynarodowe instytucje publiczne oraz banki. CP mogą być emitowane na bardzo krótkie terminy, np. 1- lub 2-dniowe, ale także na dłuższe 2- lub 3-letnie, a nawet bez limitu⁶. Biorąc jednak pod uwagę klasyfikację przyjętą przez ECB – CP można określić jako krótkoterminowe papiery wartościowe emitowane przez niemonetarne instytucje finansowe i instytucje niefinansowe. Według publikacji EFMLG to papiery dłużne emitowane na określoną sumę z terminem płatności na określony dzień (zwykle do roku, choć w niektórych przypadkach okres ten może być dłuższy), a ich warunki są negocjowane⁷.

2. Tendencje na rynku krótkoterminowych papierów wartościowych strefy euro

Wprowadzenie euro spowodowało powstanie homogenicznego rynku dostępnego dla większej liczby inwestorów oraz stworzyło drugi co do wielkości rynek na świecie.

⁴ *Ibid.*, s. 237.

⁵ *Consultation Report European Financial Market Lawyers Group (EFMLG)*, „The Money Market: Legal Aspects Of Short-Term Securities” 2002, s. 14.

⁶ W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Walters Kluwer Polska sp. z o.o., Kraków 2007, s. 47.

⁷ *Consultation Report European Financial Market Lawyers Group (EFMLG)*, s. 14.

Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych strefy euro jest zdominowany przede wszystkim przez następujące instrumenty: bony skarbowe, certyfikaty depozytowe i bony komercyjne. Wartość nominalna tych instrumentów znajdujących się w obiegu rośnie systematycznie od wprowadzenia euro, co ilustruje tabeli 1.

Tabela 1. Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe wyemitowane w strefie euro – stan na koniec okresu (w mld EUR)

| Rok | Krótkoterminowe papiery wartościowe (wartości w obiegu) | Krótkoterminowe papiery wartościowe (emisje brutto) |
|------|---|---|
| 2000 | 656 | 3166 |
| 2001 | 701 | 4416 |
| 2002 | 786 | 4994 |
| 2003 | 832 | 5332 |
| 2004 | 925 | 6146 |
| 2005 | 945 | 9878 |
| 2006 | 1008 | 11342 |
| 2007 | 1306 | 13644 |
| 2008 | 1627 | 14088 |
| 2009 | 1638 | 13512 |
| 2010 | 1530 | 12072 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Statistics Pocket Book, ECB, różne lata oraz Monthly Bulletin, ECB, różne lata.

Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych od momentu wprowadzenia euro ciągle się rozwija. Wartość tych papierów znajdujących się w obiegu w ciągu ostatnich dziesięciu lat wzrosła o ponad 220 %. Wzrost ten wynikał głównie z rosnącej aktywności MIF. Wartość w obiegu papierów wartościowych ustępowała do 2005 r. jedynie skarbowym papierom wartościowym, sytuacja ta powtórzyła się od 2009 r. Zmniejszenie się emisji bonów skarbowych było spowodowane zmniejszeniem się długu publicznego w niektórych krajach strefy euro, a także zmianą instrumentów wykorzystywanych do finansowania długu publicznego (bony skarbowe są zastępowane przez obligacje średnio- i długoterminowe). Od 2008 r. zaobserwować można znaczny wzrost emisji skarbowych papierów wartościowych w porównaniu z rokiem 2007, jest to wynik spadku apetytu inwestorów na instrumenty długoterminowe. W tym okresie miał miejsce także spadek emisji papierów instytucji spoza sektora MIF.

Badając rynek krótkoterminowych papierów wartościowych w strefie euro, warto przeanalizować wielkość dokonywanych na nim emisji przez poszczególne podmioty. W tabeli 2 zostaną zaprezentowane wielkości wyemitowanych krótkoterminowych

papierów wartościowych przez MIF oraz instytucje spoza sektora MIF w ujęciu bezwzględnym. Wartość wyemitowanych krótkoterminowych papierów wartościowych (emisja brutto) przez MIF w ciągu badanych lat wzrosła z około 2 mld EUR do ponad 9 mld EUR w 2007 r., a następnie do 7,6 mld EUR w 2009 r., co daje wzrost o ponad 300% (w stosunku do 2000 r.). Wartość papierów wartościowych znajdujących się w obiegu wzrosła o około 200%. Należy podkreślić, że MFI są największym emitentem krótkoterminowych papierów wartościowych w strefie euro. W segmencie tym dominują przede wszystkim podmioty francuskie (około 60%). Coraz więcej tych walorów emitują podmioty z Hiszpanii, Holandii oraz Irlandii.

Tabela 2. Krótkoterminowe papiery wartościowe wyemitowane przez MIF oraz instytucje spoza sektora MIF w latach 2000–2010 (w mld EUR)

| Rok | Wartość w obiegu | | | Emisje brutto | | |
|------|------------------|--|------------------|---------------|--|------------------|
| | MIF | Instytucje finansowe spoza sektora MIF | Przedsiębiorstwa | MIF | Instytucje finansowe spoza sektora MIF | Przedsiębiorstwa |
| 2000 | 244 | 4,5 | 86 | 2078 | 30,2 | 606 |
| 2001 | 241 | 3,4 | 96 | 3478 | 29,2 | 817 |
| 2002 | 361 | 7,4 | 90 | 3312 | 26,3 | 717 |
| 2003 | 360 | 6,1 | 94 | 3698 | 38,7 | 798 |
| 2004 | 447 | 7,4 | 90,2 | 4574 | 44 | 931 |
| 2005 | 482 | 7,0 | 90,3 | 6046 | 45 | 942 |
| 2006 | 575 | 16 | 89 | 7392 | 60 | 1020 |
| 2007 | 787 | 19 | 117 | 9048 | 60 | 1356 |
| 2008 | 822 | 92 | 122 | 8664 | 420 | 1164 |
| 2009 | 733 | 88 | 72 | 7620 | 228 | 828 |
| 2010 | 572 | 114 | 67 | 6396 | 372 | 720 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Euro Area Securities Issues Statistics, różne okresy www.ecb.int oraz Monthly Bulletin, ECB, różne numery.

Dominacja sektora bankowego na rynku papierów dłużnych strefy euro wynika z tego, że w Europie kontynentalnej banki komercyjne są tradycyjnie głównym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstw, a rynek papierów wartościowych wykorzystywany jest przez banki jako źródło pozyskiwania środków na akcję kredytową⁸. Na rynku krótkoterminowych papierów wartościowych emitentami są

⁸ A. Samborski, *Rynek papierów dłużnych w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt”, maj 2004, s. 65.

także niemonetarne instytucje finansowe oraz przedsiębiorstwa. Analizując dane zaprezentowane w tabeli 2, można zauważyć, że we wszystkich badanych latach przeważały emisje przedsiębiorstw. Sytuacja ta występuje w większości krajów strefy euro, wyjątek stanowią Hiszpania i Belgia, gdzie przeważającą rolę jako emitenta odgrywają niemonetarne instytucje finansowe. Zauważalny jest wzrost emisji papierów komercyjnych w badanych latach, co wynika między innymi z faktu, że walory te są wykorzystywane w sekurytyzacji oraz do pomostowego finansowania fuzji i przejęć, a także niektóre podmioty poprzedzają emisję obligacji emisją krótkoterminowych papierów wartościowych. Prawidłowością, jaką daje się zauważyć, jest sezonowy charakter zmian wartości CP. Z danych publikowanych przez ECB wynika, że największy stan tych walorów w skali roku występował w następujących miesiącach: kwietniu, maju i czerwcu. Warto wskazać na fakt, że największymi emitentami są podmioty z Francji i Niemiec, istotną rolę odgrywają podmioty z Portugalii, Hiszpanii, Belgii oraz Finlandii. Natomiast w Grecji i Włoszech nie odnotowano emisji tych instrumentów⁹. Od 2008 zaobserwować można znaczny wzrost emisji krótkoterminowych papierów wartościowych przez instytucje finansowe spoza sektora MIF.

Na rynku krótkoterminowych papierów wartościowych emitentem są także instytucje rządowe oraz samorządowe. Tabela 3 przedstawia wartość wyemitowanych krótkoterminowych papierów przez te podmioty.

Tabela 3. Krótkoterminowe papiery wartościowe wyemitowane przez instytucje rządowe szczebla centralnego oraz pozostałe instytucje rządowe i samorządowe w latach 2000–2010 (w mld EUR)

| Rok | Instytucje rządowe szczebla centralnego | | Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe | |
|------|---|---------------|--|---------------|
| | Wartości w obiegu | Emisje brutto | Wartości w obiegu | Emisje brutto |
| 2000 | 241 | 433 | 3 | 18 |
| 2001 | 267 | 498 | 4 | 19,5 |
| 2002 | 324 | 626 | 3,7 | 24,5 |
| 2003 | 367 | 767 | 3,3 | 27,8 |
| 2004 | 362 | 785 | 5,1 | 33 |
| 2005 | 362 | 741 | 4,9 | 33 |
| 2006 | 330 | 684 | 4 | 36 |
| 2007 | 357 | 828 | 6 | 36 |
| 2008 | 567 | 1224 | 25 | 228 |
| 2009 | 724 | 1644 | 21 | 180 |
| 2010 | 732 | 1416 | 45 | 204 |

Źródło: Jak pod tab. 2.

⁹ K. Mitręga-Niestrój, B. Puszer, *Rynek...*, s. 93.

Biorąc pod uwagę te dane, można zauważyć, że głównym emitentem we wszystkich badanych latach były instytucje rządowe szczebla centralnego, ich udział stanowi około 95% emisji. Oznacza to, że instytucje samorządowe w bardzo niewielkim stopniu finansują się z wykorzystaniem omawianych walorów. W dłuższym okresie znaczenie bonów skarbowych na rynku pieniężnym strefy euro będzie prawdopodobnie malało. Przemawiają za tym przyczyny¹⁰: nieuniknione zmniejszenie wielkości emisji dłużnych papierów wartościowych przez rządy krajów członkowskich Unii Gospodarczej i Walutowej w celu realizacji zobowiązań zawartych w Pakcie Stabilności i Wzrostu, dotyczących ograniczenia deficytów finansów publicznych, tendencja do preferowania obligacji jako instrumentu pozyskania środków do finansowania deficytów budżetowych. Z danych wynika, że wartość emisji bonów skarbowych i pozostałych instrumentów przez te podmioty zwiększyła się istotnie po 2007 r. Podwyższony poziom emisji wykorzystywały i wykorzystują te kraje, które wykazują wzrostową tendencję deficytu budżetowego.

3. Prace na rzecz integracji rynku krótkoterminowych papierów wartościowych

Wprowadzenie euro spowodowało nasilenie procesu tworzenia zintegrowanego europejskiego rynku finansowego, pomimo to rynek krótkoterminowych papierów wartościowych pozostaje podzielony i cechuje się najniższym stopniem integracji, biorąc pod uwagę segmenty rynku pieniężnego. Wynika to z faktu, że na poszczególnych narodowych rynkach występują instrumenty o różnych stopach zwrotu, generowanych przepływach pieniężnych i poziomach ryzyka. W przypadku bonów skarbowych stopień ryzyka zależy od sytuacji makroekonomicznej danego kraju, a zwłaszcza od wysokości długu publicznego. Poszczególne kraje członkowskie UGW znacznie różnią się pod tym względem, co uniemożliwia uznanie krótkoterminowych instrumentów dłużnych emitowanych przez ich rządy za identyczne. W odniesieniu do CD i CP niemożność wyodrębnienia jednakowych instrumentów wynika z utrzymujących się różnic pomiędzy uregulowaniami prawnymi a praktykami rynkowymi w poszczególnych krajach.

W celu zmiany tej sytuacji ECB w 1999 r. powołał nieformalne forum europejskich banków komercyjnych – Money Market Country Group – do dyskusji nad kwestiami integracji rynków krótkoterminowych papierów wartościowych. Po opracowaniu wstępnych propozycji zintegrowania tego rynku forum nawiązało współpracę z Euribor Financial Market Association (Euribor ACI¹¹), aby wspólnie lansować i rozwijać ich wprowadzenie. W lipcu 2001 r. ACI zdecydowało się utworzyć grupę roboczą Short

¹⁰ J. Santillán, M. Bayle, C. Thygesen, *The impact of the euro on money and bond markets*, „ECB Occasional Paper Series” 2000, nr 1, s. 26.

¹¹ Euribor ACI jest jednym ze stowarzyszeń rynków finansowych uczestniczących w zarządzaniu indeksami EURIBOR i EONIA.

Term Paper Task Force (ACI- STEP) do opracowania szczegółów i podjęcia inicjatyw zapobiegających niekorzystnym skutkom rozdrobnienia rynku krótkoterminowych papierów wartościowych. Równocześnie uruchomiono Inicjatywę Krótkoterminowego Europejskiego Papieru Wartościowego (ang. *Short Term European Paper – STEP*), aby zachęcać uczestników rynku do: określenia zestawu wspólnych standardów i praktyk rynkowych promujących integrację rynku i dobrowolnego spełnienia tych standardów poprzez nadanie wspólnej etykiety (tzw. *common label*) dostosowanym programom emisji¹². Głównym celem tej inicjatywy jest stworzenie zintegrowanego rynku europejskich krótkoterminowych papierów wartościowych poprzez upodobnianie standardów i praktyk obowiązujących na poszczególnych rynkach krajowych UE. Ujednolicanie regulacji dotyczących emisji i obrotu instrumentami finansowymi nie tylko stwarza warunki do przyspieszenia integracji rynków pieniężnych, ale – na mocy przyjętej definicji integracji rynków pieniężnych¹³ – jest również przejawem tego procesu¹⁴.

W tym samym okresie ECB zlecił opracowanie funkcjonujących na poziomie prawa narodowego rozwiązań w zakresie tego rynku EFMLG – zespołowi prawników pracujących w europejskich bankach komercyjnych i zajmujących się rynkiem finansowym¹⁵. W celu ujednolicenia rynku krótkoterminowych papierów wartościowych ACI- STEP w 2002 r. opracował następujące zalecenia¹⁶:

- wprowadzenie standaryzowanego Memorandum Informacyjnego dla wszystkich narodowych krótkoterminowych papierów wartościowych,
- zapewnienie dostępności tego Memorandum w ECB,
- stworzenie podstawowego indeksu emisji krótkoterminowych papierów wartościowych, obliczanego przez ECB i przyczyniającego się do zwiększenia przejrzystości rynku,
- nałożenie na ECB odpowiedzialności za zbieranie i publikowanie statystyk dotyczących tego rynku,
- kwalifikowanie tych walorów jako kapitały pierwszego rzędu, jeżeli spełniają określone warunki (np. rating oraz rodzaj emitującego podmiotu),
- wprowadzenie odpowiednich zmian do Dyrektywy o przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w celu zlikwidowania restrykcji dotyczących zakupów papierów krótkoterminowych,

¹² *Biuletyn miesięczny 10 rocznica ECB*, ECB 2008, s. 119.

¹³ Pojęcie integracji rynków pieniężnych odnosi się do swobody handlu tego typu instrumentami pomiędzy regionami i krajami – P. Hartmann, A. Maddaloni, S. Manganelli (2003), *The euro area financial system: Structure, integration, and Policy initiatives*, ECB, „Working Paper” 2003, nr 230, s. 17.

¹⁴ T. Bernhard, *Integracja rynku pieniężnego w strefie euro*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 4, s. 22–23.

¹⁵ J. Santillan, M. Bayle, C. Thygesen, *The Impact of the Euro on Money and Bond Markets*, ECB Occasional Paper Series 2000, nr 1, s. 1–3 oraz W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek...*, s. 233.

¹⁶ *The Short Term Paper Market in Europe, Recommendations for the development of a pan-European Market*, Consultation Report by the Euribor-ACI Short Term European er Task Force, September 2002, s. 6.

- wyłączenie walorów o okresie zapadalności do jednego poddziałania Dyrektywy w sprawie prospektów emisyjnych,
- dokonywanie rozliczeń operacji tego samego dnia niezależnie czy posiadają charakter operacji narodowych, czy transgranicznych,
- wprowadzenie wspólnego formatu prawnego dotyczącego tych walorów w strefie euro.

Powyższe zalecenia były następnie dopracowane przez połączone zespoły ACI oraz EFMLG. Na bazie tych zaleceń w grudniu 2003 r. EURIBOR ACI- STEP opublikowała raport, który zawierał dalsze propozycje działań zmierzających do utworzenia jednolitego rynku krótkoterminowych papierów wartościowych, do których można zaliczyć: ujednoczenie zasad emisji, wprowadzenie znaku rozpoznawczego (STEP label) potwierdzającego wypełnianie jednolitych standardów przez instrument finansowy, powierzenie ESBC na dwa lata funkcji instytucji przydzielającej znak rozpoznawczy STEP, powierzenie ESBC zadań definiowania, zbierania, przetwarzania i publikowania danych statystycznych dotyczących transakcji na rynku STEP, docelowo powołanie niezależnego komitetu, który przejąłby od ESBC uprawnienia do przydzielania znaku rozpoznawczego STEP¹⁷.

W czerwcu 2006 r. Euribor ACI oraz European Banking Federation Euribor (EBFE) zawarły Porozumienie Rynkowe STEP (STEP Market Convention) określające kryteria oraz procedury przyznawania i odbierania etykiety STEP emitowanym krótkoterminowym dłużnym papierom wartościowym. Na mocy tej konwencji powołany został dziesięcioosobowy komitet – STEP Market Committee, który otrzymał uprawnienia określania zasad przydzielania znaku STEP i wprowadzania zmian w regulacjach. Komitet został również zobowiązany do dostarczania wskazówek dotyczących interpretacji przepisów konwencji. Do bieżącego zarządzania programem STEP powołano sekretariat (STEP Secretariat). Nowy rynek szybko się przyjął, można to zauważyć we wzroście udziału papierów wartościowych ze znakiem STEP w ogólnej wartości wyemitowanych w strefie euro krótkoterminowych papierów wartościowych. W marcu 2011 r. wielkości poszczególnych programów osiągnęły poziom 415 mld euro w porównaniu z wyjściowym poziomem 60 mld euro w lipcu 2006 r., czyli miesiąc po zawarciu porozumienia¹⁸. Można stwierdzić, że STEP stanowi inicjatywę rynku zaprojektowaną w taki sposób, aby wspierać integrację rynku krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych.

Realizacja programu STEP wspomagana jest inicjatywami Komisji Europejskiej zmierzającymi do usuwania barier integracji rynków papierów wartościowych spowodowanych fragmentacją infrastruktury rozliczeniowej. W lipcu 2004 r. pod jej auspicjami powstała Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert

¹⁷ *The short-term paper market in Europe. Proposals and recommendations for the development of a pan-European market*, A Report by the EURIBOR-ACI Short-Term European Paper Task Force, 15 December 2003, s. 12–22.

¹⁸ Euro money market study 2010, EBC December 2010, s. 46 oraz Annual Report 2010, ECB 2011, s. 163.

Group (CESAME). Do celów działania tej grupy eksperckiej można zaliczyć: koordynowanie wysiłków sektora prywatnego i publicznego zmierzających do usuwania barier integracji, zapewnianie spójności podejmowanych inicjatyw, promowanie idei defragmentacji infrastruktury rozliczeniowej, współpraca z innymi grupami eksperckimi oraz organizacjami międzynarodowymi w celu zapewnienia spójności podejmowanych inicjatyw z innymi działaniami prowadzonymi w Unii Europejskiej i na świecie. Oprócz CESAME na początku 2005 r. Komisja Europejska utworzyła dwie grupy eksperckie: Legal Certainty Group (LCG), zajmującą się barierami prawnymi; oraz Fiscal Compliance Group (FCG), zajmującą się barierami związanymi z procedurami podatkowymi. Obydwie grupy mają za zadanie identyfikować istniejące bariery integracji rynków papierów wartościowych, dokonywać ich oceny oraz proponować metody harmonizacji krajowych regulacji prawnych i procedur¹⁹.

Zakończenie

Podsumowując, można stwierdzić, że segment krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych jest najmniej zintegrowaną częścią rynku pieniężnego strefy euro. Do barier utrudniających zintegrowanie tego rynku można zaliczyć: duże zróżnicowanie uregulowań prawnych, organizacyjnych i praktyk rynkowych dotyczących zasad emisji i obrotu papierami krótkoterminowymi. . Podejmowane inicjatywy unijne zmierzające do ujednoczenia tego rynku, w tym program STEP, powinny oddziaływać pozytywnie na jego integrację w najbliższych latach. Utrzymanie dotychczasowej dynamiki procesu ujednoczania rynku może w ciągu kilku lat wyeliminować bariery prawne i organizacyjne napotykaną przez uczestników tego rynku.

Short-term securities market of the euro area – current state and prospects of its development

Short-term securities market is a money market segment of the euro area. The main instruments of the analyzed market are: Treasury bills, commercial papers and certificates of deposit. The issuance of euro-denominated short-term securities and the turnover in these securities are expanding. The MFI are gaining the leading role in the market, and the significance of the private issues is rising. The integration process of the short-term securities market across the euro area is continuing, but is still quite slow. Perhaps the introduction of the Short-Term European Paper (STEP) convention will change the situation.

¹⁹ K. M. Löber, *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, „ECB Legal Working Paper Series” 2006, nr 1, s. 47.