

Aneta Malinowska, Tomasz Chapanionek

Kierunki rozwoju rynku euroobligacji

International Journal of Management and Economics 21, 214-229

2007

Artykuł został zdigitalizowany i 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.

Kierunki rozwoju rynku euroobligacji

Wprowadzenie

Celem opracowania jest przedstawienie zmian na rynku euroobligacji w okresie od roku 2001 do III kwartału roku 2006.

Podstawowa teza pracy brzmi w sposób następujący: Nastąpiło zmniejszenie roli Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej i dolara amerykańskiego na rynku euroobligacji na rzecz krajów rozwiniętych UE oraz euro.

Obligacja jest papierem wartościowym rynku kapitałowego, emitowanym w serii, stwierdzającym zobowiązanie emitenta wobec jej posiadacza do spłaty kwoty długu oraz ewentualnie innych świadczeń¹.

Inna definicja obligacji prezentowana jest w polskim prawie. Otóż w ustawie o obligacjach z 1995 roku definicja obligacji brzmi: Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia².

W literaturze spotyka się wiele podziałów obligacji ze względu na różne kryteria. W pracy zaprezentowano najczęściej spotykane kryteria podziału, czyli rodzaj emitenta, sposób oprocentowania, prawa z nich wynikające i czas.

Ze względu na rodzaj emitenta wyróżniamy obligacje:

- skarbowe
- komunalne
- przedsiębiorstw.

Gdy weźmiemy pod uwagę sposób oprocentowania, możemy wyróżnić obligacje o:

- stałej stopie oprocentowania – ich posiadacze otrzymują stały kupon odsetkowy przez cały czas życia obligacji
- zmiennej stopie oprocentowania (tzw. FRN) – wielkość dochodu z tych obligacji nie jest stała, zależy od zachowania się parametru, w stosunku do którego naliczane jest oprocentowanie tych obligacji
- zerokuponowe – nabywca takiej obligacji kupuje ją w momencie emisji poniżej jej wartości nominalnej i musi czekać na zwrot wartości nominalnej do dnia jej wykupu; w pierwszym roku nie otrzymuje odsetek.

Ze względu na prawa bądź przywileje związane z zakupem wyróżnia się obligacje:

- zwykłe – nie dają żadnych szczególnych praw
- zamienne – istnieje możliwość zamiany ich na akcje przedsiębiorstwa
- z prawami poboru, zwanymi warrantami – jest to odmiana obligacji zamiennych – dają one prawo ich posiadaczowi do wykupienia w określonym terminie ważności i według ustalonego kursu akcji spółki (emitenta obligacji)³.

Zarówno emitenci obligacji, jak również ich nabywcy inwestujący swe oszczędności na rynku finansowym mogą osiągać sprawnie i w miarę bezpiecznie swe cele gospodarcze. Związane są one z ekonomicznymi funkcjami obligacji. Z punktu widzenia emitenta obligacja pełni funkcję kredytową (pożyczkową). Emisja obligacji zakończona powodzeniem stanowi źródło kapitałów do dalszej działalności emitenta. Z punktu widzenia nabywcy obligacja pełni funkcję lokacyjną, czyli stanowi jedną z możliwych form lokowania wolnych środków pieniężnych. Kolejne funkcje to funkcja obiegowa, polegająca na możliwości dokonywania obrotu wtórnego tymi papierami wartościowymi, funkcja płatnicza, pozwalająca na spełnienie świadczenia wynikającego z określonego stosunku zobowiązania dłużnika przez przeniesienie własności obligacji na wierzyciela (w szczególności zamiast spełnienia świadczenia pieniężnego) oraz funkcja gwarancyjna, która polega na możliwości dochodzenia przez właścicieli obligacji przysługujących im roszczeń w drodze postępowania jurysdykcyjnego⁴.

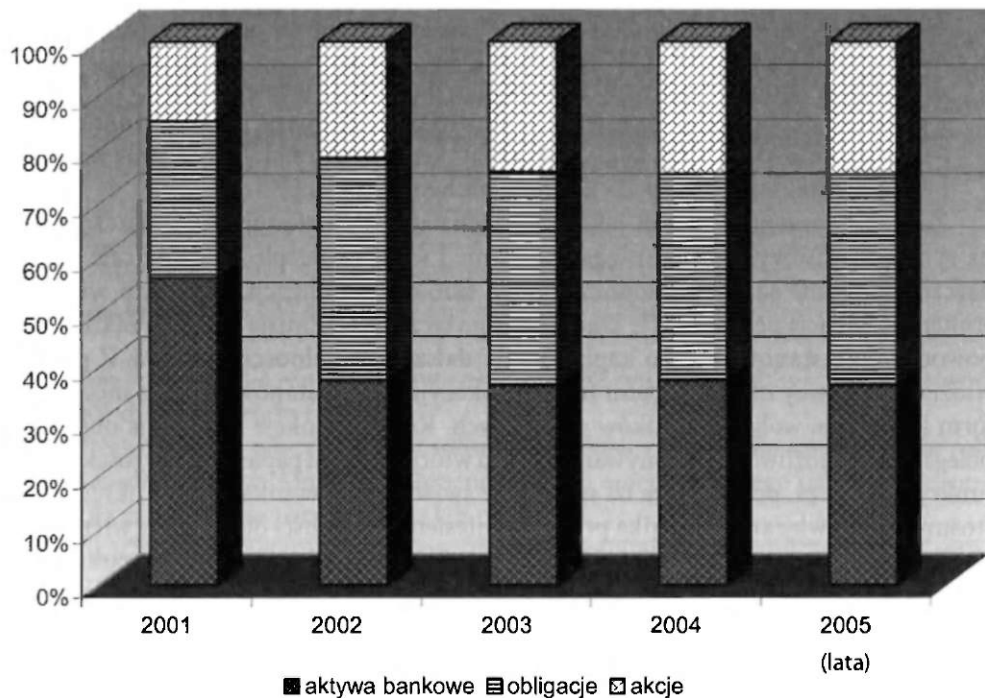
Międzynarodowy rynek obligacji

Międzynarodowy rynek obligacji stanowi część globalnego rynku finansowego. Wielkość rynku finansowego została obliczona jako suma aktywów bankowych, rynku akcji i obligacji⁵.

W roku 2001 rynek obligacji stanowił 28% globalnego rynku finansowego. Od 2002 do 2005 roku udział rynku obligacji w międzynarodowym rynku finansowym oscyluje wokół 40 % międzynarodowego rynku finansowego, podobnie jak aktywa bankowe. Trzecią pod względem wielkości część międzynarodowego rynku finansowego stanowi rynek akcji.

Międzynarodowy rynek obligacji obejmuje emisję, subskrypcję i lokowanie obligacji zagranicznych, tj. obligacji denominowanych w walutach krajów, na obszarze których są one plasowane (z których pochodzą pożyczkodawcy). Charakterystyczną cechą międzynarodowego rynku obligacji jest to, że papiery te są sprzedawane zawsze poza granicami kraju ich pochodzenia⁶.

Z perspektywy pojedynczego kraju rynek globalny dłużnych papierów wartościowych tworzą rynek wewnętrzny i rynek zewnętrzny. Na rynek wewnętrzny składają się obligacje podmiotów krajowych i podmiotów zagranicznych sprzedawanych



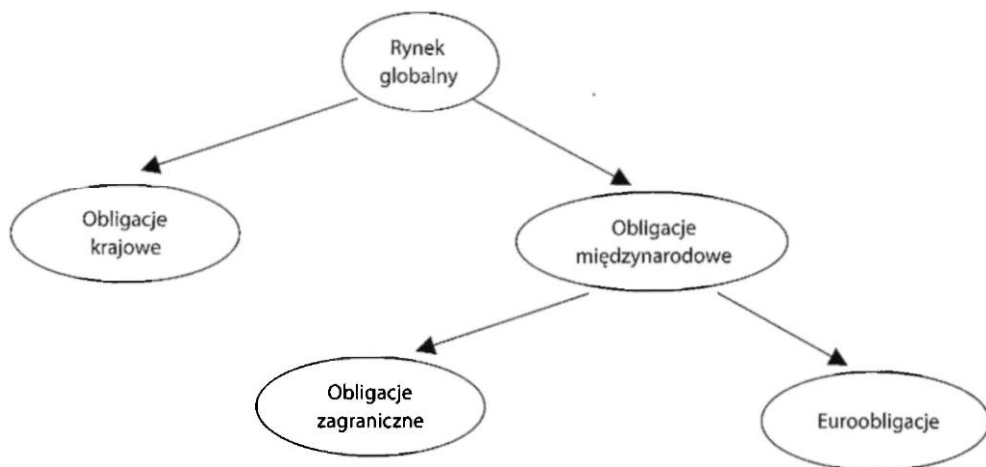
Rys. 1. Wielkość globalnego rynku finansowego w latach 2001–2005

Zródło: Opracowanie własne na podstawie: Global Financial Stability Report, Market Development and Issues September 2006, s. 95, April 2006, s. 155, April 2005, s. 163, April 2004, s. 179, September 2003, s. 143.

na rynku krajowym. Na rynek zewnętrzny składają się obligacje gwarantowane przez międzynarodowe konsorcja oraz emitowane w tym samym czasie w wielu krajach jednocześnie lub w innym kraju niż kraj emitenta.⁷ Podział międzynarodowego rynku papierów dłużnych przedstawia rysunek 2.

Jedną z przyczyn powstania tzw. eurorynku był kryzys sueski w 1956 r. Wówczas to rząd Wielkiej Brytanii w wyniku spekulacyjnych operacji dokonanych na funkcje brytyjskim zabronił udzielania kredytów w funtach na finansowanie handlu zagranicznego. W rezultacie banki brytyjskie rozpoczęły udzielanie kredytów w dolarach. Również inne kraje przestały transferować dolary na rynek amerykański i przeznaczyły je na udzielanie kredytów w samej Europie. Na powstanie i rozwój eurorynku wpłynęło również umocnienie gospodarcze krajów Europy Zachodniej.

Euroobligacje w szerokim tego słowa znaczeniu to obligacje plasowane na rynkach międzynarodowych w dowolnej walucie⁸. Proces globalizacji, obejmujący swym zasięgiem również rynki finansowe, powoduje zacieranie się różnic pomiędzy różnymi typami obligacji. Po przystąpieniu nowych państw członkowskich UE do strefy euro (tzw.



Rys. 2. Podział rynku globalnego papierów dłużnych

Zródło: Opracowanie własne na podstawie: D. Dziawgo, op.cit., s. 49.

wspólnego obszaru walutowego), gdzie prawa rezydenta i nierezydenta się wyrównują, następuje harmonizacja podatków, jeszcze trudniej będzie można odróżnić emisje krajowe od euroobligacji. Pomimo tego obligacje, a w szczególności euroobligacje, należą do instrumentów finansowych najpowszechniej używanych przez podmioty prywatne i publiczne do zdobywania kapitałów na rynkach międzynarodowych. Do tej grupy instrumentów należy także włączyć instrumenty finansowe początkowo zaliczane do innych papierów dłużnych, a obecnie również do euroobligacji, chodzi tu o tzw. obligacje Brady'ego. Euroobligacje to bardzo dobra forma pozyskiwania dużych środków finansowych, pod warunkiem że emitent takich obligacji posiada odpowiedni rating nadany przez jedną z firm (instytucji) ratingowych (Standard&Poors, Moody's, Fitch).

Euroobligacje, podobnie jak obligacje krajowe, emituje się ze zmiennym lub stałym oprocentowaniem. Pomiędzy euroobligacjami a obligacjami zagranicznymi można wyróżnić następujące różnice:

- euroobligacje są sprzedawane jednocześnie w wielu krajach przez grupę banków zajmujących się subskrypcją i dystrybucją emisji
- w przeciwieństwie do zagranicznych obligacji, euroobligacje są sprzedawane zawsze poza granicami kraju, w którego walucie są one denominowane.

Euroobligacje są najczęściej emitowane i sprzedawane przez międzynarodowe konsorcja bankowe (tzw. syndykaty międzynarodowe). W skład konsorcjum wchodzi trzy grupy banków:

- banki zarządzające emisją euroobligacji (*lead managers*)
- banki rozprowadzające między sobą określone uprzednio subskrybowane kwoty emisji – gwarantcy emisji (*underwriters*)

- banki rozprawdzające emisję euroobligacji na rynkach międzynarodowych – dystrybutorzy (*selling group*)⁹.

Analiza rynku euroobligacji według rezydenta emisji

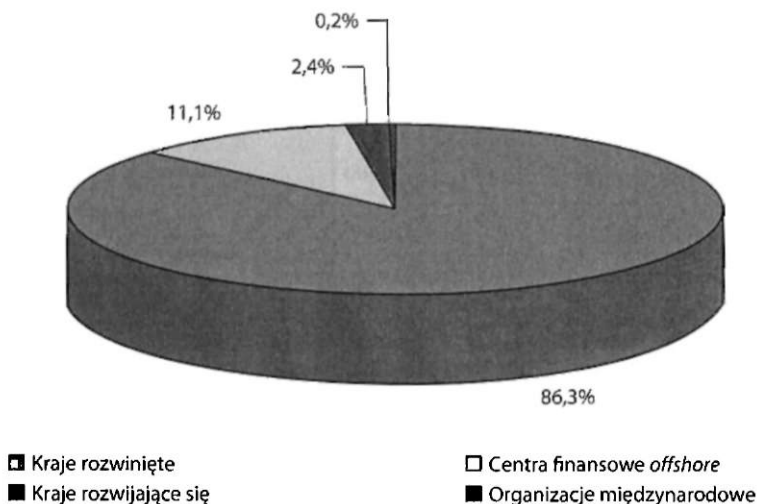
Dane dotyczące rynku euroobligacji są publikowane w raportach kwartalnych Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (BIS)¹⁰. Raporty kwartalne publikowane przez BIS najlepiej prezentują sytuację na światowym rynku euroobligacji. Również inne instytucje finansowe, takie jak Bank Światowy czy Europejski Bank Centralny, podejmują próby szacowania nowych emisji obligacji, jak i obligacji pozostających do wykupu w każdym roku. Dane publikowane przez Bank Światowy oraz ECB mają postać zagregowaną i dotyczą najczęściej kilku wybranych grup emitentów. Z tych właśnie powodów w niniejszej pracy dokonano analizy międzynarodowego rynku euroobligacji na podstawie danych publikowanych w raportach kwartalnych BIS.

Jednym z ujęć prezentowanych w raportach kwartalnych BIS jest podział emitentów na kategorie. Wyróżnia się tu cztery grupy emitentów:

- kraje rozwinięte (*developed countries*): Australia, Austria, Belgia, Kanada, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Islandia, Irlandia, Włochy, Japonia, Luksemburg, Holandia, Nowa Zelandia, Norwegia, Portugalia, Hiszpania, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania, USA
- *offshore centres*: Aruba, Bahamy, Bermudy, Kajmany, Antyle Holenderskie, Hongkong, Liban, Panama¹¹
- kraje rozwijające się (*developing countries*): Afryka i Środkowy Wschód (Izrael, Katar, Tunezja), Azja i Pacyfik (Chiny, Filipiny, Indie), Europa (Chorwacja, Polska, Węgry, Rosja), Ameryka Łacińska i Karaiby (Argentyna, Brazylia, Meksyk)
- organizacje międzynarodowe (*international organisations*)¹².

Podczas przeprowadzonej analizy rynku euroobligacji za lata 2001–2006 (rok 2006 obejmuje trzy kwartały) można dostrzec wyraźnie wzrostowy trend w emisji nowych obligacji. Pierwsze trzy kwartały 2006 roku zapowiadają, że może być to rok rekordowy pod względem nowych emisji.

Jak widać na rysunku 3, największy udział w emisji posiadają kraje rozwinięte – ponad 86%, następnie centra finansowe *offshore centres* – 11%. Na rysunkach 4–7 oraz w tabeli 1 przedstawiono emisję euroobligacji w poszczególnych kategoriach emitentów w latach 2001–2006.



Rys. 3. Emitenci euroobligacji w 2006 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych w Quarterly Review BIS: QR Dec. 2003, s. 89, QR Dec. 2004, s. 89, QR Dec. 2005, s. 93, QR Dec. 2006, s. 93.

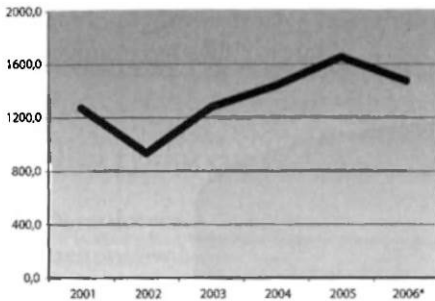
Tabela 1. Emisja euroobligacji w poszczególnych grupach emitentów (mld USD)

Wyszczególnienie	2001 r.	2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	2006 r*
Razem	1425,4	1008,7	1363,1	1541,3	1805,1	1710,2
Kraje rozwinięte	1271,7	933,3	1291,2	1440,1	1654,1	1475,5
Centra finansowe offshore	96,7	25,8	23,8	25,4	76,8	190,5
Kraje rozwijające się	39,1	28,6	25,6	53,0	46,6	41,2
Organizacje międzynarodowe	17,9	21,0	22,5	22,8	27,7	3,0

* Dane za trzy kwartały.

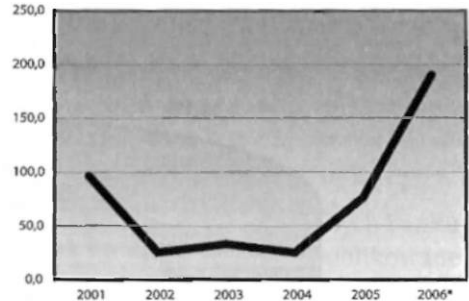
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych w Quarterly Review BIS: QR, Dec. 2003, s. 89, QR Dec. 2004, s. 89, QR Dec. 2005, s. 93, QR Dec. 2006, s. 93.

W ujęciu globalnym emisja nowych euroobligacji wzrasta z roku na rok. Trzy pierwsze kwartały 2006 roku pokazują, iż rok 2006 może być rokiem rekordowym pod względem nowych emisji euroobligacji. Jedynie w roku 2002 nastąpił spadek nowych emisji na rynku międzynarodowym.



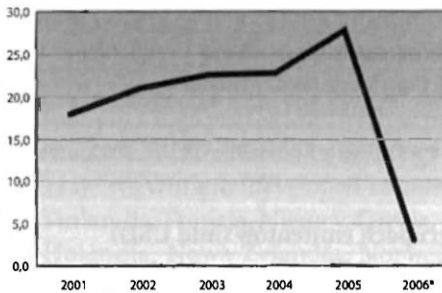
Rys. 4. Emisje krajów rozwiniętych

Źródło: Jak do rys. 3.



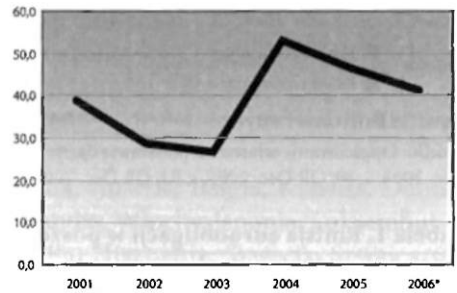
Rys. 5. Emisje centrów offshore

Źródło: Jak do rys. 3.



Rys. 6. Emisje krajów rozwijających się

Źródło: Jak do rys. 3.



Rys. 7. Emisje organizacji międzynarodowych

Źródło: Jak do rys. 3.

Pomimo istniejącego na rynku międzynarodowym trendu wzrostowego, niektóre kategorie emitentów odnotowują poważny spadek wartości nowych emisji. Największy spadek wartości emisji odnotowały organizacje międzynarodowe. W trzech kwartałach 2006 roku wartość plasowanej emisji stanowi w tych krajach zaledwie 1/10 emisji z 2005 roku. Pozostałe kategorie emitentów utrzymują trend wzrostowy. Największy wzrost odnotowują centra finansowe offshore. Po trzech kwartałach 2006 roku centra te uzyskały wynik ponad dwukrotnie wyższy niż w całym 2005 roku.

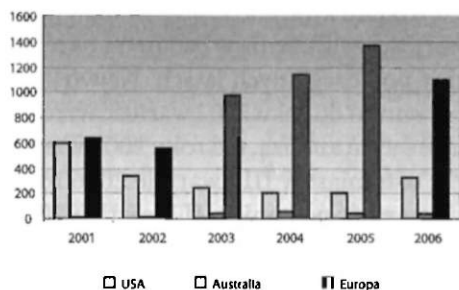
Ciekawa sytuacja istnieje wewnątrz grupy państw rozwiniętych. Kraje rozwinięte zwiększają wartość emisji euroobligacji z roku na rok. Jak zaprezentowano na rys. 3, kraje te stanowią główną grupę krajów, gdzie plasowane są nowe emisje (ponad 86% całkowitej emisji). Na potrzeby pracy europejskie kraje rozwinięte zostały zgrupowane w jeden blok Europa (por. tab. 2 oraz rys. 8 i 9).

Tabela 2. Emisja euroobligacji w krajach rozwiniętych (rezydenci emisji), (mld USD)

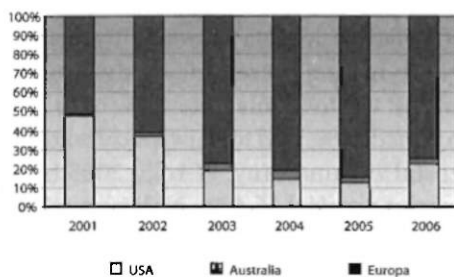
Kraje	2001 r.	2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	2006 r.*
USA	594,4	339,7	240,2	204,7	204,6	326,5
Australia	16,1	15	37,1	58,5	38,3	39,2
Europa	643,4	560,5	970,9	1145,1	1375,1	1093,1
Razem	1272,1	934,3	1281,1	1440,1	1654,1	1475,5

* Dane za trzy kwartały.

Źródło: Jak do rys. 3.

**Rys. 8. Zaangażowanie w emisję euroobligacji krajów rozwiniętych (mld USD)**

Źródło: Jak do rys. 3.

**Rys. 9. Udział procentowy krajów rozwiniętych w globalnej emisji euroobligacji**

Źródło: Jak do rys. 3.

W roku 2001 USA i kraje rozwinięte Europy odnotowały podobną wartość nowych emisji euroobligacji. W kolejnych latach w USA doszło do znacznego zmniejszenia wartości nowych emisji obligacji. W 2005 roku w stosunku do 2001 roku odnotowano prawie trzykrotny spadek wartości emisji obligacji amerykańskich. Natomiast w krajach europejskich sytuacja wyglądała odwrotnie – doszło do znacznego wzrostu nowych emisji. W 2005 roku odnotowano dwukrotny wzrost emisji w stosunku do roku 2001. Udział krajów europejskich i USA w całkowitej emisji euroobligacji krajów rozwiniętych zmienił się na korzyść Europy, tzn. w 2001 roku USA posiadały 48% udziałów a kraje europejskie 50%, natomiast w 2005 roku odpowiednio 12% i 86%.

Podsumowując, należy stwierdzić, iż w świetle przedstawionych danych zwiększyła się rola krajów europejskich i jednocześnie zmniejszeniu uległa rola USA jako miejsca plasowania euroobligacji.

Analiza rynku euroobligacji według waluty emisji i rodzaju emitenta

Poddamy teraz analizie łączne zadłużenie z tytułu emisji euroobligacji w latach 2001–2005 oraz w III kwartale 2006 roku. Wskażemy także na rozwój rynku euroobli-

gacji w podziale na emitentów (ujęcie wartościowe wraz z dynamiką zmian oraz ujęcie procentowe w wartości euroobligacji ogółem) oraz wartość emisji w podziale na główne waluty, przeliczone na USD.

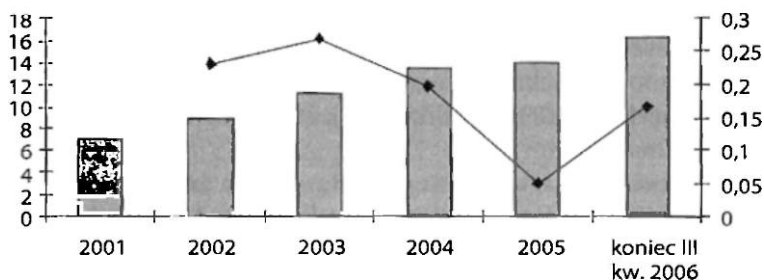
W analizie wykorzystano dane pochodzące z raportów kwartalnych Banku Rozliczeń Międzynarodowych w Bazylei (BIS Quarterly Review). Do obliczeń przyjęto wartości zamieszczone w kwartalnych raportach BIS w kolumnie prezentującej wartość zadłużenia ogółem z tytułu emisji obligacji na koniec poszczególnych okresów objętych analizą, określone dalej również jako wartość zadłużenia.

Rynek euroobligacji w latach 2001–2005 oraz w trzecim kwartale 2006 r. sukcesywnie rozwijał się. Można zauważyć wzrostowy trend wartości zadłużenia w badanym okresie. Nieco inaczej prezentuje się dynamika wartości w poszczególnych latach. Największy wzrost wartości miał miejsce w roku 2003, gdy w stosunku do roku 2002 wartość wzrosła o ponad 26%, i był to największy wzrost w okresie objętym analizą. Od roku 2004 wzrost został zahamowany. W roku 2005 było to 5,14 %, natomiast w III kwartale 2006 roku wzrost wyniósł 16,49%. Należy zwrócić uwagę, iż wartość na koniec III kwartału 2006 roku osiągnęła już najwyższy poziom w badanym okresie i można sądzić, iż zwiększy się na koniec 2006 roku.

Tabela 3. Wartość zadłużenia (mln USD) oraz dynamika zmian (%) w latach 2001–2005 i na koniec III kw. 2006 r.

2001 r.	2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	Koniec III kw. 2006 r.
7 112,10	8 758,30	11 105,30	13 281,80	13 964,00	16 267,10
	23,15%	26,80%	19,60%	5,14%	16,49%

Źródło: Jak dc rys. 3.



Rys. 10. Łączna wartość zadłużenia z tytułu emisji obligacji i dynamika zmian (bln USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, BIS QR Sep. 2003, QR Sep. 2004, QR June 2006, QR Dec. 2006; Table 13 B: International bonds and notes by type, sector and currency, amounts outstanding.

Kolejnym podziałem wartym zaprezentowania jest podział według wartości zadłużenia z tytułu emisji euroobligacji wyemitowanych przez poszczególne grupy emitentów. W kwartalnych raportach Banku Rozliczeń Międzynarodowych wyróżniono następujące grupy emitentów: instytucje finansowe, państwa, korporacje oraz instytucje międzynarodowe.

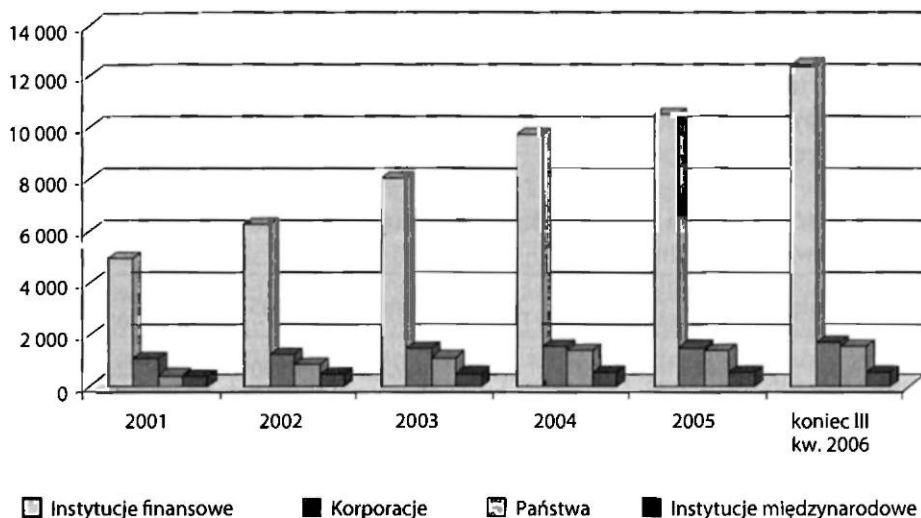
Tabela 4. Wartość zadłużenia według rodzaju emitenta w latach 2001–2005 oraz w III kw. 2006 r. (bln USD)

Wyszczególnienie	2001 r.	2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	Koniec III kw. 2006 r.
Instytucje finansowe	4,968	6,242	8,019	9,757	10,507	12,418
Korporacje	1,074	1,225	1,445	1,562	1,506	1,730
Państwa	0,422	0,856	1,124	1,414	1,416	1,565
Instytucje międzynarodowe	0,378	0,432	0,501	0,549	0,535	0,555
Razem	6,842	8,755	11,089	13,282	13,964	16,268

Zródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, QR Sep. 2003, QR Sep. 2004, QR June 2006, QR Dec. 2006; Table 13 B: International bonds and notes by type, sector and currency, amounts outstanding.

Instytucje finansowe stanowią największą grupę emitentów obligacji zagranicznych w badanym okresie. Łączne zadłużenie instytucji finansowych przekroczyło 12 bilionów USD w III kwartale 2006 roku, gdy w tym samym czasie łączna wartość zadłużenia drugiej grupy emitentów, tj. korporacji, wyniosła ponad 1 bln 730 mld USD. Podobna różnica w wartości zadłużenia instytucji finansowych i korporacji utrzymywała się w latach 2001–2005. Trzecią pod względem wartości zadłużenia grupą emitentów są kraje, których zadłużenie w roku 2003 wyniosło ponad 1 bln 124 mld USD. Łączna wartość zadłużenia instytucji finansowych stanowi ponad 70% całkowitego zadłużenia z tytułu emisji obligacji w badanym okresie.

W latach 2001–2002 udział procentowy w zadłużeniu ogółem z tytułu emisji euroobligacji instytucji finansowych zmalał, natomiast w roku 2004 rozpoczął się trend wzrostowy, którego kontynuację zapowiadają trzy pierwsze kwartały roku 2006. W tym samym czasie udział procentowy zadłużenia korporacji w zadłużeniu ogółem z tytułu emisji euroobligacji sukcesywnie maleje i z udziału 15,7% w roku 2001 spadł do około 10% w III kwartale 2006 r. Wartość zadłużenia państw wskazywała na wzrostowy trend zadłużenia z tytułu emisji euroobligacji do roku 2004, po którym w 2005 roku nastąpił spadek do poziomu 10,14% w roku 2003 i nadal utrzymuje się trend spadkowy. W przypadku instytucji międzynarodowych zauważyć można sukcesywne zmniejszenie się zadłużenia



Rys. 11. Wartość zadłużenia według rodzaju emitenta w latach 2001–2005 oraz w III kw. 2006 (bln USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, QR Sep. 2003, QR Sep. 2004, QR June 2006, QR Dec. 2006; Table 13 B: International bonds and notes by type, sector and currency, amounts outstanding.

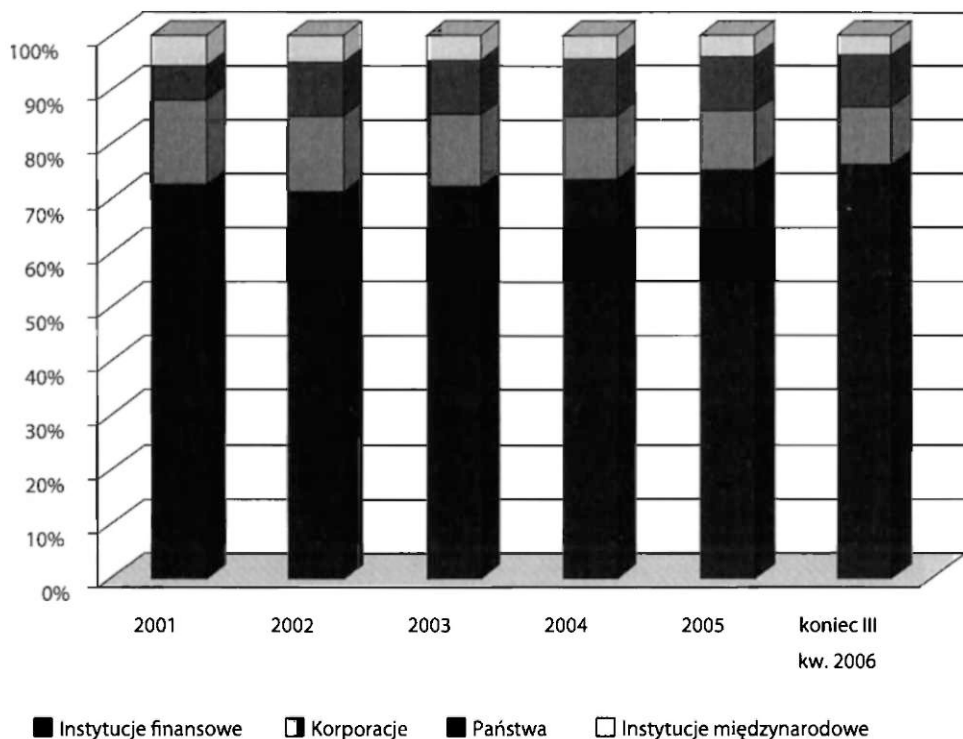
z tytułu emisji euroobligacji w ogólnej wartości zadłużenia – spadek zadłużenia od 5,52% w ogólnym zadłużeniu w roku 2003 do 3,41% w III kw. 2006 r.

Ogólna tendencja dla instytucji finansowych jest wzrostowa. W tym samym okresie udział zadłużenia w tytułu emisji obligacji pozostałych emitentów, tj. korporacji, państw i instytucji międzynarodowych, jest spadająca. Jedynie w przypadku emisji przeprowadzanych przez państwa w latach 2003–2005 można zauważyć wzrost zadłużenia, jednak udział zadłużenia tej grupy emitentów jest niewielki i oscyluje w badanym okresie wokół 10% ogólnej wartości zadłużenia z tytułu emisji euroobligacji.

Tabela 5. Udział emitentów w wartości zadłużenia ogółem (%)

Wyszczególnienie	2001 r.	2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	Koniec III kw. 2006 r.
Instytucje finansowe	72,61	71,30	72,32	73,46	75,24	76,34%
Korporacje	15,70	14,00	13,03	11,76	10,79	10,63%
Państwa	6,17	9,77	10,13	10,64	10,14	9,62%
Instytucje międzynarodowe	5,52	4,94	4,52	4,14	3,83	3,41%

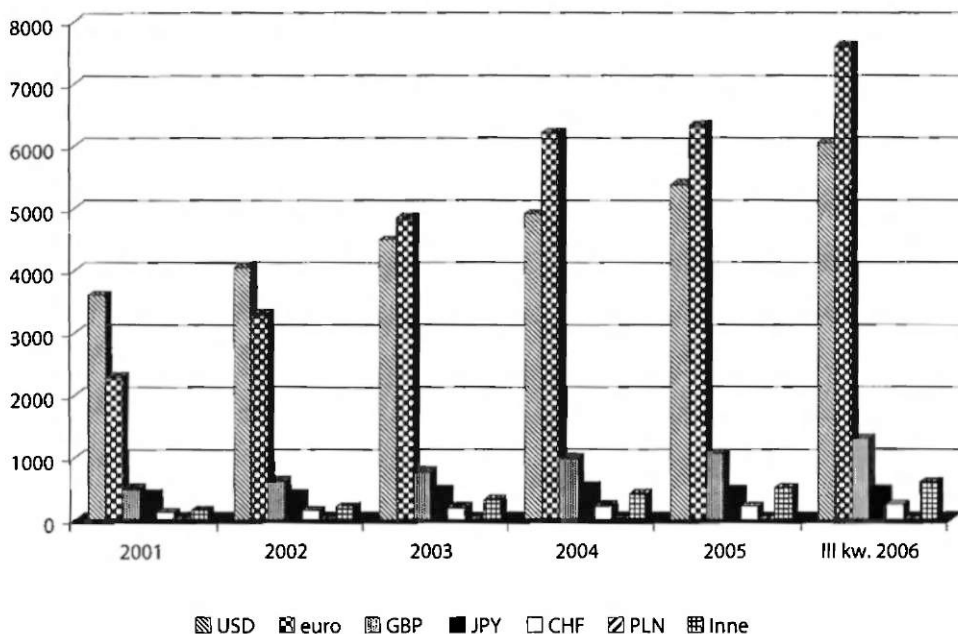
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, BIS Quarterly Review, September 2003, BIS Quarterly Review, September 2004, BIS Quarterly Review, June 2006, BIS Quarterly Review, December 2006.



Rys. 12. Struktura emitentów (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, QR Sep. 2003, QR Sep. 2004, QR June 2006, BIS QR Dec. 2006; Table 13 B: International bonds and notes by type, sector and currency, amounts outstanding.

Analizując wartość euroobligacji pozostających do wykupu według walut w latach 2001–2005 oraz w III kwartale 2006 r., można zauważyć, iż przeważająca wartość obligacji zagranicznych została wyemitowana w dolarach amerykańskich oraz euro. W latach 2001–2002 dominowały obligacje wyemitowane w dolarach amerykańskich przy niesłabnącym udziale emisji w euro. W okresie od 2003 roku do III kwartału 2006 roku największy udział w zadłużeniu ogółem z tytułu emisji euroobligacji miały emisje w euro, utrzymując tym samym wzrostową tendencję. W tym samym czasie wartość emisji w dolarach amerykańskich w stosunku do euro spadała, jednocześnie utrzymując wzrostowy trend w wartości emisji ogółem. W badanym okresie wartość emisji zarówno w dolarach amerykańskich, jak i w euro wzrastała. Na początku badanego okresu, w roku 2001 wartość emisji w dolarach amerykańskich wyniosła ponad 3,6 bln USD i wzrosła w III kwartale roku 2006 do ponad 6 bln USD. W tym samym czasie wartość obligacji wyemitowanych w euro wzrosła od ponad 2 bln euro do ponad 7 bln euro w III kwartale 2006 roku, stając się tym samym od roku 2003 dominującą walutą emisji obligacji zagranicznych.



Rys. 13. Wartość emisji według walut (mld USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, QR Sep. 2003, QR Sep. 2004, QR June 2006, BIS QR Dec. 2006; Table 13 B: International bonds and notes by type, sector and currency, amounts outstanding.

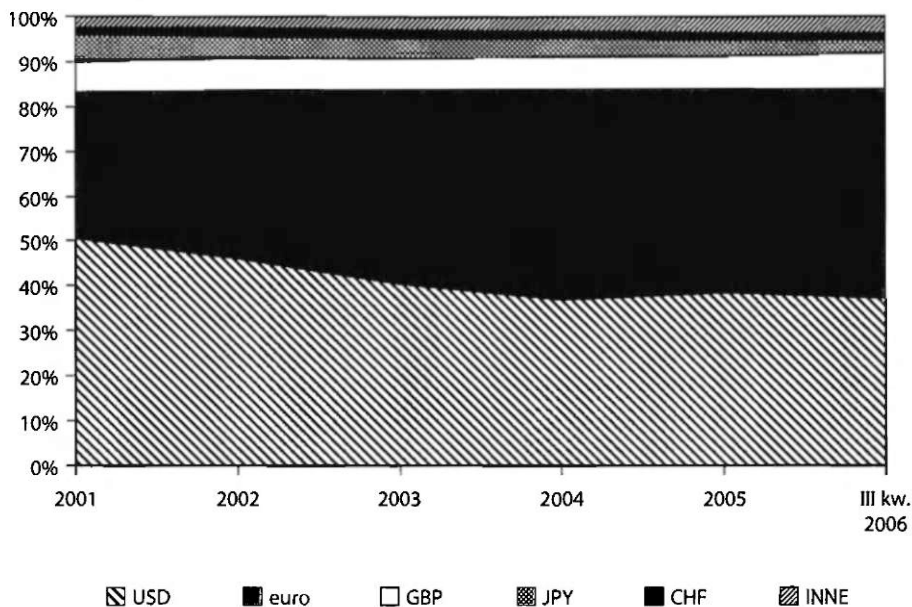
W roku 2001 udział emisji w dolarach stanowił ponad 50% wartości euroobligacji pozostających do wykupu ogółem. W badanym okresie wartość euroobligacji emitowanych w USA wykazywała tendencję malejącą i uzyskała ponad 37% udziału w III kwartale 2006

Tabela 6. Zadłużenie z tytułu emisji według walut (%)

Waluty	2001 r.	2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	III kwartał 2006 r.
Dolar amerykański	50,80	46,20	40,38	36,94	38,54	37,15
Euro	32,20	37,49	43,50	46,80	45,21	46,62
Funt sterling	7,12	7,06	7,01	7,39	7,61	8,05
Jen	5,81	4,95	4,39	3,99	3,38	2,93
Frank szwajcarski	1,74	1,82	1,76	1,72	1,49	1,47
Polski złoty	0,05	0,06	0,05	0,05	0,04	0,03
Inne	2,27	2,43	2,91	3,11	3,73	3,74
Razem (N = 100%)	100	100	100,	100	100	100

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, QR Sep. 2003, QR Sep. 2004, QR June 2006, BIS QR Dec. 2006; Table 13 B: International bonds and notes by type, sector and currency, amounts.

roku. W tym samym czasie udział euroobligacji w euro sukcesywnie wzrastał od 32% w roku 2001 do 46% w III kwartale roku 2006. Udział poszczególnych walut pozostawał na podobnym poziomie w badanym okresie, np. udział euroobligacji we frankach szwajcarskich mieścił się w granicach 1,72 – 1,82% udziału w wartości euroobligacji pozostających do wykupu, funt szterling w granicach 7 – 8,05%, złoty polski 0,03 – 0,06%.



Rys. 14. Zadłużenie z tytułu emisji euroobligacji według walut w latach 2001–2005 oraz w III kw. 2006 r. (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: BIS Quarterly Review, June 2003, QR Sep. 2003, QR Sep. 2004, QR June 2006, BIS QR Dec. 2006; Table 13 B: International bonds and notes by type, sector and currency.

Jak wynika z przeprowadzonej analizy, rośnie udział zadłużenia z tytułu emisji euroobligacji w euro, przy jednoczesnym zmniejszaniu się zadłużenia z tytułu emisji euroobligacji emitowanych w USD, a także niestabilny udział zadłużenia instytucji finansowych w zadłużeniu ogółem z tytułu emisji euroobligacji.

Podsumowanie

Przedstawiona analiza potwierdza prawdziwość postawionej na początku pracy tezy. Nastąpiło zmniejszenie roli Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej na rynku

euroobligacji jako kraju „rezydenta emisji” na rzecz zwiększenia aktywności krajów Unii Europejskiej. Nastąpił także spadek zadłużenia z tytułu emisji euroobligacji w dolarach amerykańskich i rosnące zadłużenia z tytułu emisji obligacji w euro. Należy zwrócić uwagę, iż mimo przyjęcia danych dotyczących wartości netto emisji oraz wartości ogólnego zadłużenia z tytułu emisji euroobligacji, teza została potwierdzona. Zaprezentowane dane pokazały, że w latach 2001–2006 rzeczywiście zmniejszyła się rola USA jako rezydenta nowych emisji euroobligacji na rzecz krajów rozwiniętych Europy. Gdy w 2001 roku różnica w nowych emisjach była niewielka (50 mld USD) na korzyść krajów rozwiniętych Europy, to w 2005 roku różnica wyniosła ponad 1 bln USD. Rok 2006 zapowiadał kontynuację trendu. Oznaczało to wzrost roli euro jako waluty międzynarodowej, a także umocnienie się rynku europejskiego w stosunku do rynku USA.

Przypisy

¹ D. Dziawgo, *Credit-rating: ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 53.

² Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 roku, DzU nr 83, poz. 420 art. 4, ust. 1, 2.

³ W. Dębski, *Akcje, obligacje i ich wycena*, Absolwent, Łódź 1997, s. 48–55.

⁴ Na podstawie: L. Sobolewski, *Obligacje i inne papiery dłużne*, C.H. Beck, Warszawa 1999, s. 4–9.

⁵ E. Chrabonszczewska, L. Oręziak, *Międzynarodowe rynki finansowe*, SGH, Warszawa 2000, s. 17.

⁶ E. Najlepszy, *Międzynarodowe rynki kapitałowe jako źródło funduszy długoterminowych*, PWE Warszawa 2000, s. 400.

⁷ D. Dziawgo, *op.cit.*, s. 48.

⁸ „Bank i Kredyt” sierpień 2005.

⁹ E. Najlepszy, *Międzynarodowe rynki kapitałowe...*, *op.cit.*, s. 400–410.

¹⁰ Więcej na temat BIS: E. Chrabonszczewska, *Międzynarodowe organizacje finansowe*, SGH, Warszawa 2005, s. 35–42.

¹¹ Więcej na temat: E. Chrabonszczewska, *Centra finansowe offshore*, „Prace i Materiały” nr 262, Kolegium Gospodarki Światowej SGH, Warszawa 2004.

¹² Pełny podział zawarty jest w Raportach kwartalnych Banku Rozliczeń Międzynarodowych w tabelach 14A i 14B (Quarterly Review Bank for International Settlements).

* * *

Directions of the Eurobond market (Summary)

The paper objective is presentation of the changes on the Euro-stack market in the period between 2001 and the third quarter of 2006. International financial market, with particular stress on Eurobond market is described in the first part. The second part deals with the analysis on the Eurobond markets according to the issue resident, issue currency and the kind of issuer.

The presented analysis confirms the declining role of the United States on the market as the country of „issue resident” on behalf of increasing activity of the European Union countries. There is also observed a decline in indebtedness due to issue of Eurobonds in American dollars and increasing indebtedness due to issue of Eurobonds in Euro.

The presented data indicated that during the period 2001–2006, the role of the USA as the resident of new issues of Eurobonds compared to the developed European countries decreased. While in 2001 the predominance of the European developed countries in new issues was not very big (50 million USD), then, in 2005 it already reached over 1 billion USD. The year 2006 forecasts the continuation of this tendency. This means a growing role of Euro as international currency, as well as consolidation of the European market as compared to the US market.