

BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize XIII/1 (april 2005), Ljubljana

TRG DOLŽNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Cilka Ferjančič*

Povzetek

Trg dolžniških vrednostnih papirjev postaja vedno bolj pomemben. Z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev pridejo izdajatelji do finančnih sredstev, investitorji pa dobijo možnost svoja finančna sredstva ustrezno naložiti. Prvi del članka obravnava razvoj trga dolžniških vrednostnih papirjev v petnajstih državah članicah EU po vzpostavitvi skupne denarne valute, drugi del pa opisuje stanje na tem tržnem segmentu v desetih novih članicah EU. Integracija trga je za vse tržne udeležence nujna, saj skupni evropski trg prinaša številne prednosti.

Ključne besede: dolžniški vrednostni papirji, obveznice, primarni trg, sekundarni trg, integracija trgov

Abstract

The market for debt securities is becoming more important. Issuers of debt securities have an access to financial funds, while investors get an opportunity to properly invest their money. The first part of the paper deals with development of debt securities market in the fifteen EU members after the introduction of the euro, and the second part describes situation in the ten new EU members. Since a common market brings many advantages market integration is essential for all market participants.

Key words: debt securities, bonds, primary market, secondary market, market integration

1. TRG DOLŽNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV V 15-TIH ČLANICAH EU

Z vzpostavitvijo EMU so se povečale možnosti integracije in oblikovanja enotnega trga dolžniških vrednostnih papirjev. Vedno večja pomembnost evra kot mednarodne investicijske valute je pripomogla k temu, da je trg dolžniških vrednostnih papirjev postal bolj zanimiv tako za investitorje kot tudi za izdajatelje teh vrednostnih papirjev. Povpraševanje po dolžniških vrednostnih papirjih v evrih se povečuje s strani rezidentov in s strani drugih mednarodnih investitorjev.

Določene smernice za čim večjo integracijo trga so bile sprejete že pred uveljavitvijo evra. Med njimi velja omeniti predvsem direktivo o investicijskih storitvah (angl. Investment Services Directive), ki vsem finančnim posrednikom iz različnih držav omogoča delovanje v drugih državah članicah EU. Trgovanje prek meja postaja vedno bolj pomembno, saj želijo investitorji, tako zaradi večjih naložbenih možnosti, kot tudi zaradi večje varnosti, čim večjo diverzifikacijo svojih portfeljev.

* Cilka Ferjančič je zaposlena v Banki Slovenije v oddelku Centralnobančne operacije; e-mail: cilka.ferjancic@bsi.si.

Večje zanimanje za investiranje v dolžniške vrednostne papirje je predvsem posledica večje konkurenčnosti tega tržnega segmenta. Kljub temu, da je v kontinentalni Evropi financiranje še vedno v večji meri odvisno od bančnih posojil, državni in bančni dolžniški vrednostni papirji že desetletja dominirajo na trgu. V zadnjih letih pa je opazna tudi hitra rast dolžniških vrednostnih papirjev večjih korporacij.

Po podatkih Banke za mednarodne poravnave (BIS, Quarterly Review, June 2004) predstavlja trg dolžniških vrednostnih papirjev v evrih 43,5% celotne izdaje na tem tržnem segmentu, sledijo izdaje v dolarjih s 40,5 odstotka, v angleških funtih s 7,0%, v japonskih jenih s 4,4% in v ostalih valutah s 4,6%.

1.1. Primarni trg

Ob koncu leta 2003 je obseg evro denominiranih obveznic znašal okrog 8.708 milijard evrov, kar je precej več kot v preteklih letih. K hitri rasti trga je pripomogel predvsem skupni evropski denarni trg. Kljub temu je evropski trg obveznic še vedno precej manjši od ameriškega in ga le s težavo dohiteva. Vsekakor pa je za razvoj trga vzpodbudno dejstvo, da so vsakokratne nove izdaje v evro območju čedalje večje.

Tabela 1: Velikost trga obveznic v evro območju

	v mrd EUR			
	Skupaj	DFI*	Država	Ostali
Dec 99	6.070	2.251	3.355	464
Dec 00	6.470	2.418	3.626	426
Dec 01	7.002	2.557	3.665	780
Dec 02	7.437	2.686	3.821	930
Dec 03	8.708	3.300	4.132	1.276

* DFI – Denarne finančne institucije
Vir: ECB

Iz podatkov Evropske centralne banke (v nadaljevanju: ECB) je razvidno, da trg dolžniških vrednostnih papirjev stalno narašča. Največji delež predstavljajo državni vrednostni papirji, na pomenu pa pridobivajo dolžniški vrednostni papirji denarnih finančnih organizacij, katerih obseg se je v zadnjih šestih letih več kot podvojil.

Tabela 2: Delež dolžniških vrednostnih papirjev v BDP (december 2000)

	Delež v %
Luksemburg	327
Nizozemska	171
Danska	148
Belgija	143
Italija	126
Nemčija	112
Avstrija	111
Švedska	110
Francija	100
Velika Britanija	98
Portugalska	79
Finska	72
Španija	66
Irska	21
Grčija	13

Vir: ECB

Delež dolžniških vrednostnih papirjev v BDP je po posameznih državah različen. V povprečju znaša okrog 113%. Največji delež ima Luksemburg, sledita pa mu Nizozemska in Danska. Daleč najmanjši delež imata Grčija in Irska.

1.1.1. Trg državnih vrednostnih papirjev

Trg državnih vrednostnih papirjev je eden najpomembnejših segmentov trga dolžniških vrednostnih papirjev. V zadnjih nekaj letih je stalno naraščal, v prvih letih po ustanovitvi EMU pa se je rast državnega zadolževanja nekoliko ustavila. Razlog za to je predvsem v fiskalni konsolidaciji državnih zakladnic, ki so morale državni dolg in deficit prilagoditi maastrichtskih kriterijem. Ob ustanovitvi EMU je delež državnih vrednostnih papirjev znašal 54%, konec leta 2003 pa 48% stanja vseh dolžniških vrednostnih papirjev. Kljub temu je v zadnjem letu opaziti, da nekatere države ponovno povečujejo svoj dolg in se že soočajo s preveliko zadolženostjo, zlasti Francija in Nemčija.

Trg državnih vrednostnih papirjev dosega tako velik obseg predvsem zaradi naslednjih razlogov: dobre bonitete izdajatelja, velikih izdaj in razpršene ročnosti instrumentov, ugodne likvidnosti instrumentov, uporabe vrednostnih papirjev pri operacijah na odprtem trgu in posojilnih instrumentih ECB ter obstoja repo trga in trga izvedenih finančnih instrumentov.

Posamezne državne izdaje vrednostnih papirjev se v zadnjih letih povečujejo, saj se z večjim obsegom lažje zagotovi večja likvidnost vrednostnih papirjev. Za državne obveznice je značilno, da imajo pretežno fiksno obrestno mero in tako investitorjem zagotavljajo že vnaprej pričakovani donos. Uporaba variabilne obrestne mere je značilna le za Francijo in Italijo. Poleg tega ti dve državi in Grčija izdajajo tudi obveznice z obrestno mero vezano na inflacijo. Prav po teh obveznicah je v zadnjem času opaziti večje povpraševanje s strani različnih investitorjev, zato tudi nemška zakladnica načrtuje njihovo izdajo.

V zadnjih nekaj letih se trendno povečuje ročnost izdaj državnih vrednostnih papirjev, kar omogočajo predvsem nizke donosnosti teh papirjev na trgu. Državne zakladnice večji del zadolževanja vežejo na srednjeročne in dolgoročne papirje. To posledično zmanjšuje delež kratkoročnih izdaj, ki v povprečju znaša okrog 9% celotnega državnega zadolževanja v obliki vrednostnih papirjev.

Tabela 3: Državni vrednostni papirji po posameznih državah
(stanje na dan 31.12.2000)

	V mrd EUR		
	Kratkoročni VP	Dolgoročni VP	Povprečna ročnost obveznic v letih
Italija	102	885	6,1
Nemčija	10	599	6,8
Francija	43	573	6,2
Španija	45	225	5,5
Belgija	27	173	6,1
Nizozemska	6	169	6,3
Avstrija	5	81	6,2
Finska	5	59	4,8
Portugalska	0	46	4,7
Irska	3	22	6,3
Luksemburg	0	1	4,1
Velika Britanija	4	453	11
Grčija	5	88	5,2
Švedska	32	81	5
Danska	5	79	4,8

Vir: ECB

Po obsegu izdaj državnih vrednostnih papirjev izstopa predvsem Italija. Poleg tega obseg državnih papirjev iz Italije, Francije in Nemčije predstavlja kar 58% vsega državnega dolga evro območja. Povprečna ročnost državnih obveznic znaša nekaj več kot 6 let, najdaljšo ročnost pa imajo angleške državne obveznice.

V letih vzpostavitve enotne valute je kar nekaj držav prestrukturiralo svoj dolg. Leta 1999 je Irska zamenjala vse državne obveznice, ki so kotirale na borzi z novimi 3, 5, 10 in 16-letnimi obveznicami. Zamenjava je bila izvršena zaradi nekaterih značilnosti starih obveznic, ki so omejevale njihovo tržnost. Leta 2000 je Španija zamenjala večji del starih obveznic z novimi 5 in 10-letnimi. Tudi pri tej zamenjavi je bil glavni namen prilagoditev tržnim pogojem, saj se je z novimi obveznicami izboljšala likvidnost trgovanja. Obsežen program prestrukturiranja dolga je izvedla tudi Nizozemska, ki je leta 1999 in 2000 zamenjala večji del državnih posojil s t.i. »benchmark« obveznicami.

1.1.2. Trg vrednostnih papirjev ostalih izdajateljev

V zadnjih nekaj letih trg dolžniških vrednostnih papirjev privatnih izdajateljev vedno bolj narašča. Tako se je v obdobju od 2000 do 2003 obseg teh izdaj povečal za slabih 50%. Pri tem imajo največji delež obveznice denarnih finančnih institucij, ki predstavljajo več kot 80% vseh obveznic zasebnih izdajateljev.

Na trgu obveznic zasebnih izdajateljev je zaznati povečan trend mednarodnih izdajateljev, ki izdajajo obveznice v evrih. Poleg tega je v stalnem porastu tudi trg obveznic korporacij. To je med drugim posledica zmanjšanja obsega državnih izdaj in povečanja baze potencialnih investitorjev. Največ jih je izdanih v Luksemburgu, med drugim tudi zato, ker je tu skrbništvo vrednostnih papirjev najbolje urejeno. Leta 2000 je bila okrog ena tretjina obveznic korporacij nemških izdajateljev, ki so na listi Evrosistema za zavarovanje terjatev ECB, izdanih v Luksemburgu. Poleg tega je na luksemburški borzi okrog 65% vseh obveznic izdanih prek izdajateljev iz drugih držav.

Čeprav delež obveznic korporacij narašča, je kljub temu še precej majhen, še posebej, če ga primerjamo z deležem v ZDA. Po podatkih študije Merrill Lynch iz aprila 2000 (Vir: ECB, Monthly Bulletin, October 2003) je v ZDA kar 53% vseh industrijskih podjetij z ustreznimi bonitetnimi ocenami izdalo obveznice, v evro območju pa je ta delež znašal le 28%. V primerjavi z državnimi obveznicami imajo obveznice korporacij precej krajšo povprečno ročnost, le okrog 4% jih ima ročnost nad 10 let. V zadnjih letih prevladuje predvsem večje zadolževanje na trgu s strani telekomunikacijskih podjetij.

1.1.3. Obveznice tipa »Pfandbriefe« in »assets backed securities«

Vedno pomembneje postajajo t.i. »Pfandbriefe« obveznice. V Nemčiji se pod imenom »Pfandbriefe« razume dolžniške vrednostne papirje, ki se uporabljajo za refinanciranje prvovrstnih posojil, zavarovanih s hipotekami, oziroma za refinanciranje posojil javnemu sektorju. Bistvena lastnost teh vrednostnih papirjev je, da so zavarovani z ustreznim premoženjem. Izdajajo jih lahko zasebne nepremičninske banke in javne kreditne institucije. Visoka stopnja zavarovanja obveznic je zagotovljena s strogo zakonodajo, saj imajo v primeru neizpolnitve obveznosti izdajatelja lastniki obveznic prioriteto terjatev na premoženju.

Pred leti tuji investitorji niso dovolj poznali te vrste obveznic, danes pa so »Pfandbriefe« poznane kot varne obveznice, ki so zanimive tudi za tuje investitorje. Na primarnem trgu se obveznice hitro prodajo, žal pa sekundarni trg še ni dovolj razvit.

Zaradi izjemnega uspeha na nemškem trgu so še nekatere druge države vzpostavile pravni okvir za te izdaje obveznic (Luksemburg 1997, Francija 1999, Španija 1999, Finska 2000, Irska 2001). Gre za dolžniške vrednostne papirje, izdane s strani kreditnih institucij, ki so zavarovani s hipotekami. Konec leta 1999 so te obveznice v evro območju predstavljale okrog 21% vseh obveznic, od tega jih je bilo 76% nemških.

Druga pomembnejša oblika dolžniških vrednostnih papirjev so t.i. »assets backed securities. To so vrednostni papirji, ki temeljijo na finančnih sredstvih kot so stanovanjska posojila, kreditne kartice, avtomobilska posojila in podobno. Ta sredstva se prek sekuritizacije spremenijo v tržne vrednostne papirje, ki se delijo na tradicionalne in sintetične. Medtem ko tradicionalni vrednostni papirji temeljijo na tradicionalnih finančnih sredstvih, je podlaga za sintetične vrednostne papirje konstrukcija osnovnega in izvedenega sredstva, ki služi za zavarovanje kreditnega tveganja iz osnovnega sredstva (npr. credit default swap). Postopek sekuritizacije je s finančnega vidika enak pri obeh.

Vrednostni papirji zavarovani s finančnimi sredstvi so dosegli največjo rast v drugi polovici 90-tih let. V tem času so namreč številne banke in druge finančne institucije s to obliko vrednostnih papirjev zavarovale svoje bilance in si s tem izboljšale bilančne koeficiente. Ti dolžniški vrednostni papirji so običajno dolgoročnejši, načeloma imajo zelo dobro boniteto, saj so osnovani na določenih finančnih sredstvih. Najbolj so razširjeni v Italiji, kjer se med drugim uporabljajo tudi s strani širše države.

Konec leta 2003 je celotna izdaja zavarovanih obveznic v evro območju znašala 1.550 milijard evrov, na letnem nivoju pa nova izdaja teh obveznic predstavlja okrog 15% vseh izdanih dolžniških vrednostnih papirjev. Za nadaljnji razvoj tega tržnega segmenta je pomemben enotni prestop, zato je bil julija 2004 ustanovljen Evropski svet za zavarovane obveznice (angl. European Covered Bond Council). Njegova naloga je predvsem oblikovanje enotne regulative na tem področju.

1.1.4. Integracija primarnega trga

Z namenom večje učinkovitosti tako posameznih izdajateljev kot tudi trga na sploh je prišlo do nekaterih aktivnosti v smeri čim večjega poenotenja. Koordinacija med izdajatelji je prinesla določena poenotenja glede osnovnih karakteristik instrumentov in postopkov izdaje. Sprejeta je bila konvencija glede štetja dni pri obračunu obresti (actual/actual). Na področju državnih vrednostnih papirjev je bila ustanovljena posebna delovna skupina t.i. Group on EU Government Bonds and Bills.

Nekatere državne zakladnice so začele sprejemati oz. povečevati delež tujih posrednikov (angl. dealerjev), ki sodelujejo v primarnih izdajah. Večji trg je zahteval učinkovitejše informiranje, zato se je v zadnjih letih povečalo obveščanje javnosti, in sicer v večji meri prek interneta in ostalih sodobnih sredstev javnega obveščanja. Nekateri javni ponudniki obveznic so že poslužujejo internetnih prodaj (angl. e-placements), kar še dodatno pripomore k večji globini trga. Zaradi lažje prodaje in zmanjšanja negotovosti ob uvajanju novih instrumentov je na pomenu pridobila tudi sindicirana prodaja¹.

Veliki izdajatelji izdajajo tipične izdaje s celotnim spektrumom ročnosti. Glede na to, da se je baza investitorjev povečala želijo zadovoljiti različne potrebe potencialnih kupcev. V nekaterih primerih se izdajatelji (med njimi tudi državne zakladnice) poslužujejo programov evro srednjeročnih zadolžnic, znanih pod imenom Euro-Medium-Term Notes (EMTN). Ti

¹ Sindicirana prodaja se je v Italiji uporabljala v začetnem obdobju pri prodaji državnih indeksiranih obveznic in obveznic z najdaljšo ročnostjo.

programi omogočajo hitrejšo in fleksibilnejšo izdaje, saj se zanje zahtevajo že ustaljeni postopki z manjšimi stroški. Tak način izdaje je med drugim uporabljala tudi portugalska in italijanska zakladnica.

Z uvedbo evra se je vzpostavila večja konkurenca med samimi izdajatelji dolžniških vrednostnih papirjev. Prav to je izdajatelje prisililo k izboljšanju transparentnosti in vedno večji standardizaciji vrednostnih papirjev, kot tudi k dovzetnosti za uvajanje novih instrumentov.

1.2. Sekundarni trg

Po podatkih iz sekundarnega trga je razvidno, da se v posameznih državah povečuje delež investitorjev s strani nerezidentov. To je bilo izraziteje opazno predvsem na trgih državnih obveznic v Španiji, Belgiji in Italiji.

Glede likvidnosti je potrebno poudariti, da še vedno obstajajo razlike med posameznimi državnimi obveznicami, vendar so te vedno manj očitne. Nemške državne obveznice ostajajo tudi v evro območju najbolj likvidne. Razmiki v donosnosti posameznih državnih obveznic so se po vzpostavitvi enotnega trga zmanjšali. V začetku leta 1999 je razmik v donosnosti 10-letnih nemških in drugih državnih obveznic evro območja v povprečju znašal 18 bazičnih točk, oktobra 2003 pa le še 4 bazične točke.

Na trgu obveznic se pojavlja tudi vedno več novih obveznic, kot so na primer hipotekarne obveznice. V začetku je bil trg hipotekarnih »Pfandbriefe« obveznic dokaj slabo razvit. Prav zaradi tega je leta 1995 prišlo do uvedbe t.i. »Jumbo Pfandbriefe« obveznic z določenimi standardiziranimi karakteristikami. Te so naslednje: minimalni obseg izdaje 500 milijonov EUR, fiksna obrestna mera, fiksni datum zapadlosti, udeležba najmanj treh vzdrževalcev trga ter uvrstitev na borzo (čeprav se 90% prometa sklene na OTC trgu). Udeleženci trga so sprejeli tudi priporočila o maksimalnem nakupno prodajnem razmiku. Konec leta 1999 je bilo okrog 30% vseh »Pfandbriefe« obveznic tipa »Jumbo Pfandbriefe«. Kasneje so se kriteriji za »Jumbo Pfandbriefe« obveznice nekoliko omilili, ECB pri teh obveznicah zahteva le minimalni obseg izdaje 500 milijonov EUR in najmanj dva vzdrževalca trga.

Sam razvoj trga dolžniških vrednostnih papirjev je vplival tudi na razvoj trga repo poslov in izvedenih finančnih instrumentov. Trg repo poslov stalno narašča, saj je zavarovana oblika posojil zaradi vedno večje globalizacije nujna. Poleg tega raste tudi delež elektronskega trgovanja z repo posli. Pri izvedenih finančnih instrumentih velja omeniti terminske pogodbe na obveznice, kjer imajo največji pomen pogodbe na nemške državne obveznice, s katerimi se trguje na nemško švicarski borzi Eurex. Na trgu obrestnih zamenjav so bile pogodbe sprva vezane predvsem na državne obveznice, sedaj pa tudi na druge, in sicer predvsem na obveznice korporacij.

1.2.1. Razvoj tržne infrastrukture in integracija sistemov

Evropski trg na drobno, kot običajno imenujemo borzno trgovanje, se v zadnjih letih ni bistveno spremenil. Zanj je značilno elektronsko trgovanje z večjim številom produktov. Opaznejša sprememba je le ta, da se je po vzpostavitvi skupnega trga na tem trgu povečalo tako število tujih finančnih posrednikov kot tudi tujih investitorjev.

Na grosističnem trgu je opaziti velik napredek. Še konec 90-tih je večina evropskih grosističnih trgov temeljila na bilateralnem trgovanju prek telefona, sedaj pa postaja tudi trgovanje vse bolj elektronsko. To je zahteval večji trg, ki je prinesel večje število tržnih

udeležencev. Poleg tega se povečuje tržna konkurenca, ki zahteva prilagoditev tehnološkim inovacijam. Tu je potrebno omeniti predvsem italijanski trgovni MTS sistem, ki postaja vse bolj evropski. Leta 2000 je ta sistem uporabljalo 5 držav, leta 2003 pa je bil prisoten že v 12 državah. Poleg tega je bil v Londonu vzpostavljen Euro MTS sistem, kjer kotirajo najpomembnejše »benchmark« državne obveznice evropskih držav. Pomembnejši sistemi trgovanja so še Icap/BrokerTec, Eurex Bond in E-Speed.

Zaradi potrebe po vedno večjem trgovanju z dolžniškimi vrednostnimi papirji je bilo vzpostavljenih več elektronskih sistemov trgovanja, vendar pa je v zadnjem času zaradi globalizacije opaziti trend njihovega zmanjševanja in združevanja. Trgovanje je pod nadzorom ustreznih institucij, ki kontrolirajo sisteme delovanja. V juliju 2002 je Evropski komite za nadzor vrednostnih papirjev (angl. Committee of European Securities Regulators) opredelil standarde za alternativne oblike trgovnih sistemov². Poleg tega je bila v aprilu 2004 dopolnjena direktiva o investicijskih storitvah z novo direktivo o trgih finančnih instrumentov (angl. Financial Instruments Markets Directive), ki pod nadzor jemlje tudi te oblike trgovanja.

Integracija poteka tudi na področju kliringa in poravnave vrednostnih papirjev. LCH Clearnet, ki je nastal z združitvijo London Clearing House in Clearneta, širi svoje storitve na več trgov v evro območju. Čeprav nekateri tržni udeleženci zagovarjajo rešitev enotne centralne stranke za skupno evro območje, se za zdaj zdi to še dokaj preuranjena rešitev. Pri poravnavi vrednostnih papirjev je pomembna vzpostavitev povezav med različnimi sistemi poravnave vrednostnih papirjev. Zaradi večje varnosti je pomembno, da le ti izpolnjujejo enotne kriterije ECB. Trenutno v 15 državah EU deluje okrog 22 sistemov poravnave, vendar se predvideva, da jih bo v bodoče bistveno manj. Združitve že potekajo in pričakovati je, da se bodo nadaljevale tudi v bodoče.

2. TRG DOLŽNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV V 10-TIH NOVIH DRŽAVAH ČLANICAH EU

Trg dolžniških vrednostnih papirjev je v novih državah članicah EU mnogo manjši kot v 15-tih prvotnih članicah EU. Konec leta 2003 je celotni obseg izdanih dolžniških vrednostnih papirjev znašal okrog 206 milijard evrov, kar predstavlja 2% evro trga. Trg je manjši tako po obsegu izdaj kot tudi po deležu v BDP. Po dejanskem obsegu ima največji trg Poljska, po deležu v BDP pa Malta in Madžarska.

Tabela 4: Delež dolžniških vrednostnih papirjev v BDP (december 2000)

	Delež v %
Malta	63
Madžarska	61
Češka	52
Slovaška	37
Ciper	36
Slovenija	31
Poljska	28
Litva	13
Latvija	8
Estonija	2

Vir: ECB

² Nadzorne institucije za razliko od reguliranega trga opredeljujejo ta segment trgovanja kot alternativni trgovni sistem.

Glede na relativno slabo razvit trg dolžniških vrednostnih papirjev je nihanje obrestnih mer relativno veliko. Trgi novih držav so manj likvidni, saj je trgovanje marsikje omejeno bodisi z administrativnimi oziroma netržnimi ukrepi. Zato se trgovalna infrastruktura ni razvila in grosistični trg ostaja relativno neorganiziran. Skoraj v polovici držav je trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji omejeno le na borzo, ki je običajno tipična za trgovanje na drobno.

Delež dolžniških vrednostnih papirjev izdanih s strani nefinančnih institucij oziroma korporacij je izjemno majhen. V novih državah članicah EU se praksa zadolževanja teh institucij prek izdaj vrednostnih papirjev še ni uveljavila.

Kljub nekoliko slabši stopnji razvoja trgov je vzpodbudno dejstvo, da nekatere države delujejo v smeri hitrejšega razvoja tega tržnega segmenta. Aktivnosti so opazne predvsem na trgu državnih vrednostnih papirjev. Prek MTS sistema je bila v Londonu vzpostavljena platforma trgovanja za evro denominirane državne obveznice novih članic EU. Trenutno se trguje z devetimi obveznicami, izdanimi s strani državnih zakladnic Poljske, Madžarske, Latvije, Češke in Slovaške.

Tabela 5: Trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji v novih članicah EU (december 2000)

	v %	
	Borzni trg	OTC trg*
Ciper	100	0
Češka	100	0
Estonija	7	93
Madžarska	9	91
Latvija	5	95
Litva	99,5	0,5
Malta	100	0
Poljska	1	99
Slovaška	100	0
Slovenija	65	35

* trg preko okenc oz. izvenborzni trg.

Vir: ECB

Na **Češkem** so na borzi za državne obveznice vzpostavili sistem trgovanja prek vzdrževalcev trga t.i. SPAD. Omenjeni sistem omogoča trgovanje, elektronsko komunikacijo med vzdrževalci, avtomatsko izposajo vrednostnih papirjev in interventni nakup zahtevanih vrednostnih papirjev.

Na **Madžarskem** so vzpostavili vzdrževalce trga za vse državne vrednostne papirje. Državna agencija za upravljanje z dolgom je pričela objavljati donosnosti najbolj reprezentativnih državnih obveznic. Z namenom izboljšanja likvidnosti obveznic so zmanjšali število izdaj in povečali posamezne izdaje po obsegu.

Na **Slovaškem** so že leta 1999 vzpostavili vzdrževalce trga državnih vrednostnih papirjev. Borza v Bratislavi je pri tem ponudila modul za trgovanje, kjer kotirajo vse reprezentativne državne obveznice.

Pred nedavnim so tudi na **Poljskem** pričeli izvajati obširnejše aktivnosti za razvoj trga državnih obveznic. Vzpostavili bodo vzdrževalce trga, trgovanje pa bo potekalo prek elektronskega sistema CeTO, v katerem ima delež tudi italijanski MTS sistem, ki zagotavlja platformo trgovanja.

Tudi v **Sloveniji** si Ministrstvo za finance in Banka Slovenije prizadevata za vzpostavitev OTC trga državnih obveznic, ki bo deloval prek vzdrževalcev trga na podoben način kot poteka trgovanje zakladnih menic. Razlika je le v tem, da bo infrastrukturo za vzdrževalce trga ponudila Ljubljanska borza. Država se v zadnjih letih vedno bolj zaveda pomembnosti razvoja trga, prav s tem namenom je pričela izdajati standardizirane oblike obveznic (3,5 in 10-letne) z večjim obsegom izdaje.

3. ZAKLJUČEK

Integracija finančnih trgov prinaša večjo konkurenčnost in s tem učinkovitejše delovanje vseh tržnih udeležencev. V evro območju postaja trg dolžniških vrednostnih papirjev vedno bolj evropski, saj trgovanje prek meja narašča, udeleženci trga pa si prizadevajo za poenotenje pogojev pri trgovanju v različnih državah. Tu imajo velik pomen določene institucije, ki delujejo v smeri poenotenja tako pravne zakonodaje kot tudi operativne izvedbe.

Nove države članice EU postopoma prilagajajo svoje trge, celoten proces integracije pa gotovo ne bo hiter, saj v teh državah primanjkuje tako tržne prakse kot tudi tradicije trgovanja. V obdobju pred vstopom v EMU je za nove članice EU razvoj trga dolžniških vrednostnih papirjev zelo pomemben. Prvič, na tem trgu se določa kriterij dolgoročne obrestne mere. Kot dolgoročno obrestno mero se jemlje donosnost 10-letne reprezentativne državne obveznice na sekundarnem trgu. Po trenutnih podatkih ta kriterij izpolnjuje večina držav, med njimi tudi Slovenija. Drugič, razvit trg dolžniških vrednostnih papirjev je pomemben z vidika uporabe teh vrednostnih papirjev za zavarovanje terjatev bank in ostalih tržnih udeležencev. V evro območju predstavljajo repo posli enega pomembnejših segmentov denarnega trga, zato je pričakovati, da se bo ta trg postopoma uveljavil tudi v novih državah članicah EU. Širitev trga prinaša s seboj vedno večjo potrebo po zavarovanju poslov, predpogoj za razvoj trga repo poslov pa je razvit trg dolžniških vrednostnih papirjev. Tretjič, likviden trg dolžniških vrednostnih papirjev je pomemben tudi zaradi oblikovanja liste vrednostnih papirjev za zavarovanje terjatev evropskega sistema centralnih bank. Z uvedbo evra v novih članicah EU bo namreč potrebno vzpostaviti listo bonitetnih vrednostnih papirjev, ki bodo na trgu dovolj likvidni.

VIRI IN LITERATURA:

BIS: Quarterly Review, June 2004

ECB: The euro bond market, July 2001

ECB: Long-term interest rate statistic for the acceding countries, April 2004

ECB: Bond markets and long term interest rates in EU accession countries, June 2002

ECB: The relationship between intermediated and debt securities financing of non-financial corporations in the euro area, Monthly Bulletin, October 2003

ECB: Recent developments in spreads between euro area government bond yields, Monthly Bulletin, November 2003

ECB: Long-term interest rate statistics for the acceding countries, April 2003

ECB: Recent developments in the market for index-linked bonds in the euro area, Monthly Bulletin, December 2003

ECB: The euro bond market study, December 2004

RZB: CEE Eurobonds, Trends and outlook, June 2002