

Euroens innvirkning på de europeiske kapitalmarkedene

Sindre Weme, spesialrådgiver i avdeling for verdipapirmarkeder og internasjonal finans¹

Ett av målene ved innføring av euroen var å skape et større og mer effektivt kapitalmarked i Europa. Det ville gi billigere kapital for låntakerne og høyere avkastning for sparerne. Artikkelen gir et overblikk over euroens innvirkning så langt på det europeiske kapitalmarkedet. Euroen har utvidet investerings- og lånemulighetene. Virkningene har vært noe forskjellige i de ulike markeder. I obligasjonsmarkedene er fokuset flyttet fra valutakursrisiko til utsteders individuelle risikoer, som for eksempel kredittrisiko. Spesielt har foretakssektoren økt finansieringen i verdipapirmarkedet, men fra et lavt nivå. Omfanget av slik markedsfinansiering er fremdeles betydelig lavere enn i USA. I egenkapitalmarkedene kan euroen ha påskyndet prosessen med å flytte investorfokus fra land til sektor.

1. Innledning

Euroen ble offisielt introdusert 1. januar 1999 etter at de bilaterale vekslingskursene mellom valutaene som senere skulle byttes ut med euro, var blitt låst i mai 1998. Introduksjonen av euroen fjernet valutakursrisikoen mellom eurolandene, og gjorde dermed de tidligere nasjonale markedene mer tilgjengelige for investorer og låntakere i hele euroområdet. Grensekryssende investeringer var før innføringen av euro forbudt - eller underlagt restriksjoner - for viktige institusjonelle investorer som pensjonskasser og livsforsikringsselskaper. På grunn av de større og mer likvide markedene var det ventet at euroen skulle spille en enda større rolle internasjonalt enn det tyske mark tidligere hadde gjort.

Så langt har virkningene på kapitalmarkedene i stor grad vært som forventet. Det har vært en betydelig økning i grensekryssende kapitalstrømmer innenfor eurosonen. I euroens første år ble nær 40 prosent av de internasjonale utstedelsene i gjeldsmarkedet denominert i euro, mot rundt 45 prosent i USD². I 1997 sto USD for mer enn halvparten av utstedt beløp, mens de tidligere nasjonale valutaene utgjorde 22 prosent av de internasjonale utstedelsene. I egenkapitalmarkedet har euroen så langt hatt mindre virkning, men her var det heller ikke ventet umiddelbare effekter av innføringen av euro.

I artikkelen beskrives det hvordan eurointroduksjonen har påvirket kapitalmarkedene. Innenfor kapittel 2 behandles det internasjonale markedet for omsettelige gjeldspapirer, som noe forenklet kan defineres som markedet for alle andre omsettelige gjeldspapirer enn innlendingers omsettelige gjeldspapirer i egen valuta. Her ses det på hvordan euro har påvirket konkurransen og bidratt til reduserte kostnader ved utstedelse av gjeldspapirer. Videre beskrives utviklingen i obligasjonsmarkedet. Utviklingen i pengemarkedet må ses i sammenheng med

behovet for å skape en felles pengepolitikk for eurosonen. Dette er grundig behandlet andre steder (se ESB, 2001d). Omtalen av pengemarkedet begrenser seg derfor til markedet for omsettelige kortsiktige gjeldspapirer. Egenkapitalmarkedet behandles kort i kapittel 3. Avsluttende kapitler behandler det europeiske kapitalmarkedets infrastruktur og aktuelle tiltak for ytterligere å redusere kostnadene ved grensekryssende emisjoner og andrehåndsomsetning av verdipapirer.

2. Det internasjonale markedet for omsettelige gjeldspapirer

En viktig indikasjon på euroens popularitet vil være i hvilken utstrekning den blir benyttet ved utstedelser i det internasjonale markedet. Euroen var særlig populær rett etter introduksjonen i 1999. Det året utgjorde euroutstedelsene i det internasjonale markedet nær 40 prosent av totalen, nesten på høyde med USD-andelen, jf. figur 1. Euroandelen har senere falt noe. I 1997 var kun 22 prosent av utstedelsene denominert i de tidligere nasjonale valutaene.

Den klart største andelen av omsettelige internasjonale gjeldspapirer er obligasjoner med mer enn ett års løpetid. Det vil derfor ta noe tid før en kan forvente å se endringer i utestående gjeld som følge av euroinnføringen. Euroens andel av utestående i internasjonale omsettelige gjeldspapirer har likevel økt med rundt 6 prosentpoeng siden 1997, jf. figur 2.³

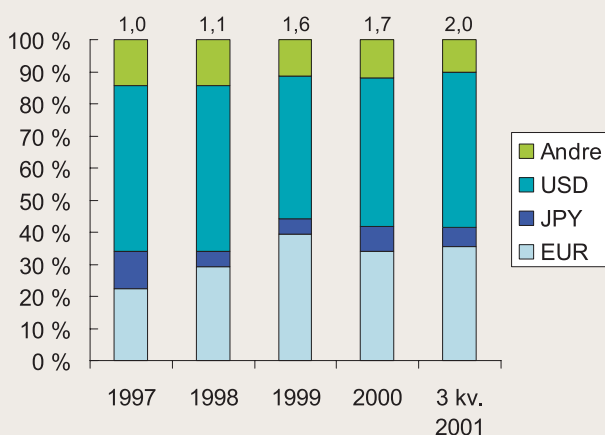
Alle tall i figur 1 og 2 refererer seg til USD-ekvivalenter. USD styrket seg kraftig i forhold til euro fra eurointroduksjonen 1. januar 1999 til utgangen av 2001, og JPY styrket seg noe. Den absolutte opplåningen i eurodenominerte lån har således vært større enn det som fremkommer av figurene.

¹ Takk til Arild Lund for nyttige kommentarer og til Bjørne Syversten for hjelp med figurene.

² Gjeldsmarkedet defineres her som markedet for omsettelige kortsiktige og langsiktige rentebærende papirer.

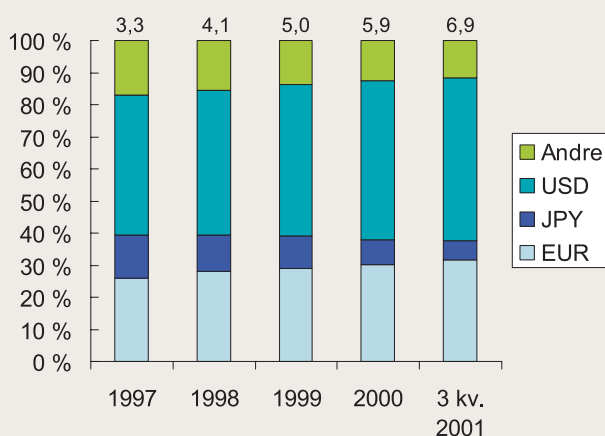
³ Tallene i figur 1 og 2 omfatter papirer utstedt i OECD-området og enkelte fremvoksende økonomier, jf. BIS Quarterly Review.

Figur 1: Brutto emisjoner internasjonale gjeldspapirer, fordeling på valutaslag. Billioner USD ekv.



Kilde: BIS Quarterly Review

Figur 2: Utestående internasjonale gjeldspapirer, fordeling på valutaslag. Billioner USD ekv.



Kilde: BIS Quarterly Review

En grunn til at euroen raskt fikk en betydelig andel i markedet for omsettelige gjeldspapirer, er at disse både før og etter eurointroduksjonen i hovedsak ble handlet i et telefonmarked (OTC-marked). Dette markedet er i motsetning til det børsbaserte egenkapitalmarkedet i mindre grad avhengig av samarbeid mellom børser og verdipapirsentraler. Både det forhold at investorene i markedet for omsettelige gjeldspapirer i stor utstrekning er institusjonelle, og erfaringer fra det såkalte «euro-markedet» bidro trolig også til at utviklingen etter euroinnføringen meget raskt gikk i retning av ett euro-denominert obligasjonsmarked.⁴ Det utvidede markedet har også gitt grobunn for et større spekter av instrumenter, inkludert flere og mer likvide derivater.

2.1 Reduserte kostnader og økt konkurranse

Kostnadene ved å utstede obligasjoner denominert i euro er betydelig lavere enn kostnadene ved å utstede i eurolandenes tidligere valutaer (se Galati og Tsatsaronis, 2001). Tilretteleggingskostnadene ved utstedelser i de nasjonale valutaene var før innføringen av euro dobbelt så høye som for USD. Ved utgangen av 2001 var det små forskjeller i kostnadene ved å utstede i USD og euro. Det er trolig et resultat av økt konkurranse mellom tilretteleggerne i euroobligasjonsmarkedet. Uavhengig av valutaslag (hovedvalutaene) har kostnadene ved å utstede i det internasjonale obligasjonsmarkedet falt siden 1994.

Økt konkurranse mellom tilretteleggerne over landegrensene gjør det vanskeligere å holde på fordeler som tidligere kunne oppnås ved å dele inn markedene i nasjonale segmenter. Kostnadsreduksjoner har kommet til tross for økt konsentrasjon i dette markedet. Tidligere måtte en aktør med ambisjoner om markedsandeler i et pan-europeisk marked ha analyseteam og markedsføring i de ulike landene for å tilfredsstille kravene til lokalkunnskap. Eurointroduksjonen har gjort det lettere å operere innenfor hele euroområdet med én lokalisering. Det fremmer etablering av større enheter med mer ekspertise, og økt evne til å plassere verdipapirer i et bredt investornettverk. Reduserte statsobligasjonsmarkeder presser også frem en utvikling i retning av store enheter som dekker flere land. Et økt innslag av obligasjoner med kredittrisiko, og generelt tettere bånd mellom kontantmarkedene og derivatmarkedet, bidrar også til større enheter for å opprettholde nødvendig kompetanse innenfor et fullsortiment produktspekter. Euroinnføringen lettet etableringen av større enheter, og økte dermed mellommennenes stordriftsfordeler.

De store amerikanske investeringsbankene har etter innføringen av euro blitt langt viktigere konkurrenter i det europeiske markedet. Markedsføringskapasitet og plasseringsevne er blitt relativt viktigere enn rådgivningsfunksjonen og forholdet mellom kunde og mellommann.

Statsobligasjoner

Utviklingen i statsobligasjonsgjeld styres i all hovedsak av landenes generelle økonomiske utvikling i perioden, og er neppe særlig påvirket av innføringen av euro. Italia, Tyskland og Frankrike er de største låntaker-nasjonene i euroområdet.

Tabell 1 til 4 gir en oversikt over utestående og utstedelser i eurodenominert gjeld både fra utstedere innenfor og utenfor eurosonen. Statsobligasjonenes andel av samlet utestående i eurosonen er redusert fra 1998 til februar 2002, jf. tabell 1. Målt i euro har den offentlige gjelden likevel økt. Det offentliges andel av utstedelsene er betydelig redusert fra 1999 til 2001, også

⁴ Euromarkedet er et fellesnavn som dekker internasjonale gjeldsutstedelser i ulike valutaer som legges ut for tegning i det europeiske markedet.

Norske utstederes bruk av det internasjonale markedet for omsettelige gjeldspapirer

Figuren gir en oversikt over norske innlendingers utstedelse av omsettelige gjeldspapirer denominert i utenlandsk valuta. Gruppen «andre» består av private og statlige foretak. Statsforetakene står for all sertifikatopplåning, mens størstedelen av obligasjonsopplåningen i foretakssektoren er gjort i private foretak. Den altoverveiende delen av valutaopplåningen gjøres av finansinstitusjonene. Staten har ikke utstedt lån i utenlandsk valuta.

Det er vanskelig å trekke noen klare konklusjoner ut fra den korte historikken, men USD står for mer enn 90 prosent av opplåningen i sertifikatmarkedet. Obligasjonsopplåningen har en noe jevnere valutafordeling, men også her var USD dominerende i 2001. Ut fra de data som er tilgjengelige for 2002, synes euroen å styrke sin stilling. Lån i andre valutaer enn USD og euro består i det alt vesentligste av JPY.

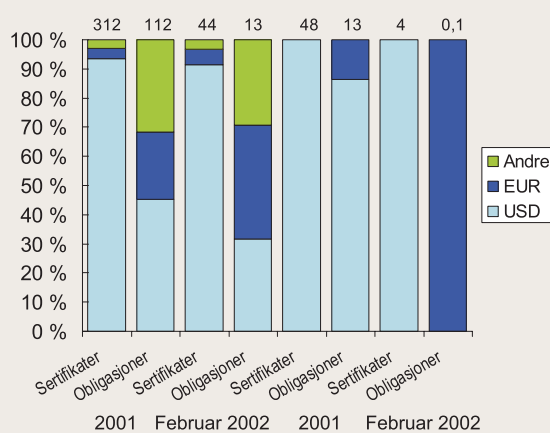
Det er grunnlag for å tro at de utstedere som tar opp lån denominert i valuta, velger den valuta som sammen med en kurssikringsforretning gir gunstigste finansiering. Dette forhold er i prinsippet valutauavhengig, men euroen har trolig styrket sin relative posisjon i forhold til de tidligere nasjonale valutaene på grunn av økt likviditet i både obligasjonsmarkedet og tilknyttede derivater. Reduksjonen i tilretteleggingskostnader har også bidratt vesentlig til å gjøre euroen mer attraktiv enn de tidligere nasjonale valutaene.

Norske utstedere utstedte i 2000 og 2001 betydelige beløp i det internasjonale egenkapitalmarkedet. Økningen i utstedte aksjer kan i hovedsak tilbakeføres til de store utstedelsene i forbindelse med delprivatiseringene av Telenor og Statoil. Det har ikke vært mulig å påvise at innføringen av euro har hatt særlige konsekvenser for det norske egenkapitalmarkedet. Ingen aksjer på Oslo Børs noteres eksempelvis i euro. Før innføringen av euro ble det spekulert om hvorvidt store

utstedere og internasjonale investorer ville kreve slik notering.

Den norske verdipapirinfrastrukturen er delt mellom Oslo Børs, Verdipapirsentralen og NOS-Clearing. Den europeiske utviklingen, med tettere samarbeid mellom infrastrukturenheter på tvers av landegrensene, har også i noen grad gjort seg gjeldende i Norge. I første omgang gjennom praktisk samarbeid, mens også gjennom ny lovgivning, privatisering av børsen og forberedelse til privatisering av Verdipapirsentralen. Oslo Børs har også gått inn i Norex-samarbeidet, og Verdipapirsentralen har oppgjørslinjer til andre europeiske verdipapirsentraler. NOS-Clearing har linjer til Sverige og England for derivathandel, og er også betydelig involvert i varederivatmarkedet, som for elektrisk kraft er et nordisk samarbeid.

Innlendingers bruttoemisjoner av valutilån, fordeling på valutaslag. Milliarder NOK ekv.



* Statsforetak står for sertifikatopplåningen

Kilde: Norges Bank

absolutt sett har det vært en nedgang i utstedelsene, jf. tabell 2. Størstedelen av utstedelsene gjøres i obligasjoner med lengre løpetid enn fem år. Det forklarer at statsobligasjonene har en mindre andel av utstedelsene enn av utestående. Euroen benyttes i liten grad av stater utenfor eurosone.

Innføringen av euro fjernet de tidligere statlige nasjonale monopolene på utstedelse av kredittrisikofri gjeld i egen valuta. Det innebar at landene måtte konkurrere om de samme investorene. Offentlige gjeldsutstedere måtte derfor legge mer vekt på å tilrettelegge utstedelsene etter investorenes ønsker. Eurodenominerte

obligasjoner eies i betydelig større utstrekning av utlendinger enn obligasjoner denominert i de tidligere nasjonale valutaene. Størstedelen av obligasjonene eies av investorer i andre euroland. Økt omsetning i forhold til omsetningen av obligasjoner i eurolandene før 1999 indikerer også at euroobligasjonene har bedre likviditet enn tidligere utstedelser i de nasjonale valutaene (se Galati og Tsatsaronis, 2001).

Den mest åpenbare mangelen ved eurostatsobligasjonsmarkedet, og dermed euroobligasjonsmarkedet generelt, er fraværet av en klar referanseavkastningskurve. Det er ingen av eurolandenes statsopplåning

Tabell 1. Utestående eurodenominerte obligasjoner med mer enn ett års opprinnelig løpetid fordelt etter utsteder sektor og nasjonalitet. Nominell verdi (milliarder euro) og prosentandeler

	1998		1999		2000		2001		Feb 2002	
Eurosonen	5088	100,0 %	5535	100,0 %	5895	100,0 %	6440	100,0 %	6477	100,0 %
Offentlig gjeld	2895	56,9 %	3075	55,6 %	3182	54,0 %	3414	53,0 %	3410	52,6 %
Finansinst.	1972	38,8 %	2212	40,0 %	2429	41,2 %	2679	41,6 %	2713	41,9 %
Foretak	221	4,3 %	248	4,5 %	284	4,8 %	347	5,4 %	354	5,5 %
Utenfor eurosonen	427	100,0 %	581	100,0 %	718	100,0 %	874	100,0 %	...	...
Stat/Int. org.	212	49,6 %	238	41,0 %	254	35,4 %	257	29,4 %	...	...
Finansinst.	190	44,5 %	297	51,1 %	396	55,2 %	517	59,2 %	...	...
Foretak	25	5,9 %	46	7,9 %	68	9,5 %	100	11,4 %	...	...
Sum total	5515		6116		6613		7314		...	...

Kilde: ECB Securities Database

Tabell 2. Bruttoemisjoner i eurodenominerte obligasjoner m/løpetid over ett år fordelt etter utsteder sektor og nasjonalitet. Nominell verdi (milliarder euro) og prosentandeler

	1999		2000		2001	
Eurosonen	1301	100,0%	1202	100,0%	1376	100,0%
Off. gjeld	608,8	46,8%	523,9	43,6%	572,7	41,6%
Finansinst.	638,8	49,1%	614,2	51,1%	706,1	51,3%
Foretak	54,1	4,2%	63,8	5,3%	97	7,0%
Utenfor eurosonen	207	100,0%	216,1	100,0%	269,3	100,0%
Stat/Int. org.	46,8	22,6%	46,2	21,4%	49	18,2%
Finansinst.	137	66,2%	141,4	65,4%	178,5	66,3%
Foretak	23,2	11,2%	28,5	13,2%	41,8	15,5%
Sum total	1508		1418		1645	

Kilde: ECB Securities Database

som kan tilby tilstrekkelig dybde og bredde i utstedelsene til å være referanse (benchmark) i hele løpetidsspektret. Tvert imot så har statsopplåningen fra de ulike land tatt sikte på å utnytte nisjer i løpetidsintervallene. Tyske statsobligasjoner setter en ubestridt referanse for 10-årsrenten. Det kan komme av investorenes tiltro til tyske myndigheter, men kan også knyttes til den meget likvide «bund futures» kontrakten (se ESB, 2001b). Franskmennene har tatt sikte på 5-7 årssegmentet, mens italienerne er ledende på statsobligasjoner med flytende rente.

Markedsaktørene har ikke vært klare til å akseptere en referanse som består av utstedelser fra flere utstedere. Det kan skyldes utstedernes ulike kredittkvalitet og forskjellig likviditet i ulike lån, men også praktiske problemer i forhold til enkelte mindre forskjeller mellom utstedelsene, som kompliserer sikrings- og arbitrasjeforretninger over løpetidsspektret. Rentebyttekurven (swapkurven) har etablert seg som referanse i eurorentemarkedet. Rentebyttemarkedet er meget likvid, med en daglig gjennomsnittlig omsetning i april 2001 på 173 milliarder USD (se BIS, 2002). I rentebyttemarkedet bytter i hovedsak de store bankene rentestrømmer med ulik rentebindingstid.

I løpet av 1997-98 konvergente avkastningsforskjellene i euroområdet statsobligasjoner i nasjonale valu-

taer fra mer enn 3 prosentpoeng til mindre enn 0,3 prosentpoeng over hele løpetidsspektret. Avkastningsforskjellene mellom eurolandenes statsobligasjoner har siden holdt seg på et lavt nivå, og antas nå i første rekke å reflektere likviditetsrisiko, men også noe ulik kredittvurdering av eurolandene.

Små euroland har i hovedsak forsøkt å gjøre statsobligasjonene sine mer likvide ved å utstede få obligasjoner med relativt stort volum. Lånene kunne blitt enda større og mer likvide dersom flere land gikk sammen om en utstedelse. Det har kommet forslag om å opprette et felles kontor i euroområdet for utstedelse av statsobligasjonsgjeld. Forslaget er møtt med stor skepsis. Ingen nasjonalstater har hittil utstedt statsgjeld i fellesskap. Det anses tvilsomt om felles utstedelse av omsettelig gjeld kan bli en realitet uten at landene i euroområdet får en felles finans- og skattepolitikk.

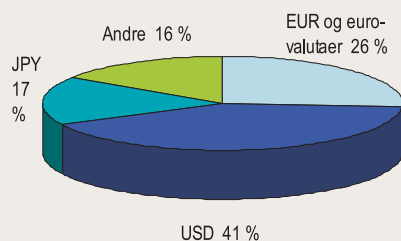
2.3 Private obligasjoner

Allerede umiddelbart etter fastsettelsen av det bilaterale kursforholdet mellom valutaene ble det utstedt private omsettelige gjeldspapirer i euro. I perioden august 1998 til november 1999 utstedte private låntakere i eurolandene 75 prosent av sin internasjonale omsettelige gjeld i euro, mot kun 10 prosent i nasjonale valutaer i perioden fra 1990 til juli 1998. Private utstedere utenfor eurosonen økte også andelen av euroutstedelser betraktelig i forhold til utstedelse i de nasjonale valutaene (se Galati og Tsatsaronis, 2001). Euro har senket låntakernes finansieringskostnader først og fremst ved å muliggjøre store utstedelser, men også som nevnt ved å legge til rette for økt konkurranse mellom tilretteleggere av verdipapirer.

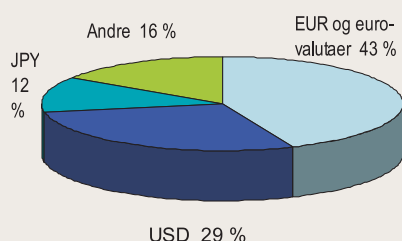
Private utstedere i obligasjonsmarkedet benytter i stor utstrekning såkalte «medium term notes - MTN». Disse kan ha svært ulike løpetider, men strekker seg vanligvis fra 5 til 10 år. Euroclear, et internasjonalt verdipapirregister, publiserer data om utestående MTN fordelt på valutaslag. Det fremkommer at euroen i perioden april 1999 til april 2002 økte sin markedsandel med 17 pro-

Figur 3: Fordeling av utestående euro medium term notes på valutaslag

April 1999, totalt 1 387 mrd. USD ekv.



April 2002, totalt 2 264 mrd. USD ekv.



Kilde: Euroclear

sentpoeng, jf. figur 3⁵. I april 1999 var det totalt registrert MTN pålydende 1 387 milliarder USD i Euroclear. Det hadde økt til 2 264 milliarder USD i april 2002. Eurodenominerte MTN sto for nær 70 prosent av økningen, til tross for at euroen i perioden svekket seg mot både USD og JPY. Finansforetakene er de desidert største utstederne i dette markedet. Også lån tatt opp av ikke-finansielle foretak har økt betraktelig, men fra et i utgangspunktet beskjedent nivå.

Det private euroobligasjonsmarkedet domineres av låntakere hjemmehørende i eurosonen. Finansinstitusjonene i eurosonen sto ved utgangen av februar 2002 for nær 42 prosent av utestående euroobligasjonsgjeld, jf. tabell 1. En vesentlig del av finansinstitusjonenes opplåning refererer seg til pantesikrede obligasjoner. Boliglån og lån til det offentlige dominerer dette segmentet, særlig tungt veier de tyske Pfandbriefe⁶. Ikke-finansielle foretaks utestående obligasjonslån var ved utgangen av februar 2002 kun 5,5 prosent av totalt utestående euroobligasjonsgjeld. Det er likevel en kraftig økning fra 1998. Konsentrasjon om noen få typer låntakere er imidlertid et strukturelt tegn på at markedet ennå ikke har nådd full modenhet.

Den sterke veksten i eurodenominerte lån har også gitt seg utslag i betydelig høyere omsetning i andrehåndsmarkedet. Det gjelder særlig Pfandbriefe, som har blitt utstedt i svært store serier. De såkalte Jumbo Pfandbriefe utstedes på minimum 500 millioner euro (1,8 milliarder euro i gjennomsnitt i 1999), har en fast forfallsdag og minst tre prisstillere (market makere) som stiller kjøps- og salgskurser for handler på rundt 15 millioner euro (se ESB, 2001b).

Private eurodenominerte obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner og foretak utenfor euroområdet tilsvarte ved utgangen av 2001 en femtedel av euroobligasjonsgjelden til private utstedere hjemmehørende i eurosonen, jf. tabell 1. Låntakere utenfor euroområdet har økt sin andel av eurodenominerte obligasjonslån sterkt de siste årene. Finansinstitusjonene

er klart størst i dette segmentet, men det er ikke-finansielle foretak som øker mest. Ikke-finansielle foretak firedoblet utestående fra 1998 til 2001.

Både i og utenfor eurosonen har privat sektor en større andel av utstedelsene enn av samlet utestående beholdning, jf. tabell 2. Det skyldes at gjennomsnittlig løpetid for private obligasjoner er kortere enn for statsobliga-

sjoner. Finansinstitusjonene står for rundt halvparten av utstedelsene innenfor eurosonen, og nær to tredjedeler av utstedelsene utenfor eurosonen. Ikke-finansielle foretak, hjemmehørende både i og utenfor eurosonen, har hatt en kraftig økning i utstedelsvolumet, men utsteder fremdeles i relativt beskjedent omfang i forhold til finansinstitusjonene

Innføringen av euro, med den effektivisering av obligasjonsmarkedet det medførte, kan ha bidratt til foretakenes økte bruk av obligasjonsmarkedet. På slutten av 1990-tallet var økonomien i eurosonen i høykonjunktur, og det var en optimistisk holdning blant investorer og låntakere. I tillegg var det en bølge av oppkjøp og sammenslåinger, særlig innen informasjonsteknologi- og telekommunikasjonssektoren. Det er i første rekke telekommunikasjonsselskapene som har utstedt obligasjoner i til dels svært stort omfang, blant annet for å finansiere lisenskjøp og utbygging av 3. generasjons mobilnett.

I tiden forut for eurointroduksjonen var det vekst i utstedelser av obligasjoner med høy avkastning i Europa. Obligasjonskrisen i Russland høsten 1998 satte dette markedet betydelig tilbake. Generelt større forståelse og interesse for kredittrisiko, herunder økt interesse for utvikling av kredittrisikomodeller, har stimulert det europeiske markedet for obligasjoner med høy avkastning. Eurointroduksjonen kan ha bidratt til dette ved at kreditt- og likviditetsforhold kom mer i fokus med de små avkastningsforskjeller i eurodenominerte statsobligasjoner. Årlig utstedelse i markedet for obligasjoner med høy avkastning var i perioden 1998 til 2000 rundt 20 milliarder euro. Størstedelen av markedet består av informasjonsteknologi- og telekommunikasjonsselskaper. Markedskommentatorer har anslått at omtrent halvparten av utstedelsene i dette markedet kjøpes og eies av amerikanske investorer.

Ifølge investeringsbanken Merrill Lynch har mer enn halvparten av industriforetakene med «rating» i USA

⁵ Det utstedes, om enn i beskjeden utstrekning, også noe offentlig gjeld som MTN.

⁶ Pfandbriefe er verdipapirer som brukes til å refinansiere lån som er sikret med boligpant, eller lån som er utstedt av offentlig sektor.

⁷ Rating innebærer at selskapet er kredittvurdert av et anerkjent kredittvurderingsselskap som for eksempel Standard & Poor eller Moody's.

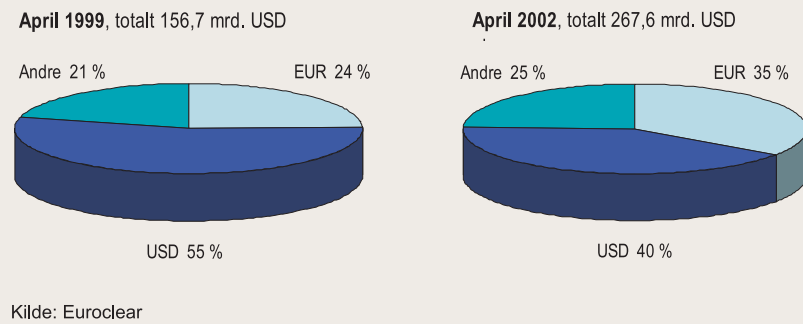
utstedt obligasjoner, mot knappe 30 prosent i Europa⁷. I Europa er det også vesentlig færre foretak som blir vurdert av de internasjonale kredittvurderingsbyråene. Økt bruk av «rating» er påkrevd hvis det europeiske markedet for foretaksobligasjoner skal nå sitt potensiale, da det er vanskelig for investorer å vurdere kreditt- risikoen i det store tilbudet av papirer som er tilgjengelig.

Ulik nasjonal lovgivning har hemmet veksten i det europeiske markedet for foretaksobligasjoner. Det gjelder spesielt konkurslovgivningen. Det er også grunn til å legge vekt på at europeiske foretak tradisjonelt har finansiert seg gjennom banklån. Foretak som aldri før har utstedt obligasjoner, trenger tid for å prøve ut nye finansieringsformer. Etter hvert som flere foretak blir «ratet» og faktisk prøver ut obligasjonsmarkedet, kan det imidlertid være at markedet vokser, og at flere foretak vil utstede på mer regelmessig basis i markedene. Det europeiske markedet for foretaksobligasjoner utgjør fremdeles kun en tiendedel av markedet i USA (se Galati og Tsatsaronis, 2001). Det bør således være store muligheter for videreutvikling av obligasjonsmarkedet for ikke-finansielle foretak i Europa.

2.4 Markedet for omsettelige kortsiktige gjeldspapirer⁸

Euroens relative stilling i forhold til andre valutaer i markedet for kortsiktige omsettelige gjeldspapirer er illustrert i figur 4. Figuren bygger på utestående «Euro commercial paper (CP)» i Euroclear. CP er den mest vanlige form for kortsiktig omsettelige gjeldspapirer

Figur 4: Fordeling av utestående euro commercial paper på valutaslag



fra private utstedere. Valutafordelingen er en indikasjon på endringer i private utsteders valutapreferanse. Figuren viser at euroens stilling er betraktelig styrket først og fremst på bekostning av USD. Det skyldes i hovedsak at kostnadene ved å utstede i euro nå er på linje med utstedelse i USD. Av økningen i totalt utestående fra april 1999 til april 2002 utgjorde eurodenominerte papirer omtrent halvparten.

Kortsiktig omsettelig eurodenominert gjeld utstedt innenfor eurosonen økte med vel 20 prosent fra 1998 til februar 2002, jf. tabell 3. Ikke-finansielle foretaks andel av utestående har økt jevnt fra 1998, men fra et lavt nivå. Veksten er trolig et utslag av at foretakene i økt utstrekning finansierer seg direkte i markedene.

Omsettelig eurodenominert gjeld utstedt av institusjoner utenfor eurosonen ble nesten tredoblet fra 1998 til 2001, men utgjorde likevel ikke mer enn vel 8 prosent av totalen i 2001. Utenfor eurosonen er finansforetak de klart største låntakerne med nær 90 prosent av totalt utestående i 2001.

Private utstedere i eurosonen har en betydelig større andel av utstedelsene enn av utestående, jf. tabell 4. Det gjenspeiler kortere gjennomsnittlig løpetid for privat enn for offentlig kortsiktig omsettelig gjeld. Den sterke veksten i finansinstitusjonenes utstedelser i forhold til veksten

Tabell 3. Utestående eurodenominerte obligasjoner med inntil ett års opprinnelig løpetid fordelt etter utsteder sektor og nasjonalitet. Nominell verdi (milliarder euro) og prosentandeler

	1998		1999		2000		2001		Feb 2002	
Eurosonen	532,9	100,0 %	585,3	100,0 %	578,3	100,0 %	610,3	100,0 %	643,3	100,0 %
Offentlig gjeld	312,7	58,7 %	263,3	45,0 %	244,3	42,2 %	271,4	44,5 %	290,1	45,1 %
Finansinst.	173,9	32,6 %	255,2	43,6 %	248	42,9 %	243,7	39,9 %	255,5	39,7 %
Foretak	46,4	8,7 %	66,9	11,4 %	86	14,9 %	95,1	15,6 %	97,7	15,2 %
Utenfor eurosonen	14,5	100,0 %	50,3	100,0 %	74,8	100,0 %	54,5	100,0 %	...	...
Stat/Int. org.	1,1	7,6 %	2,7	5,4 %	2	2,7 %	1,9	3,5 %	...	...
Finansinst.	11,9	82,1 %	43,6	86,7 %	58,6	78,3 %	48,2	88,4 %	...	...
Foretak	1,5	10,3 %	4	8,0 %	14,2	19,0 %	4,4	8,1 %	...	...
Sum total	547,4		635,6		653,1		664,8		...	...

Kilde: ECB Securities Database

⁸ Sertifikater og andre gjeldspapirer med under ett år opprinnelig løpetid.

Tabell 4. Bruttoemisjoner i eurodenominerte obligasjoner m/løpetid inntil ett år fordelt etter utsteder sektor og nasjonalitet. Nominell verdi (milliarder euro) og prosentandeler

	1999	2000	2001
Eurosonen	2208 100,0%	3168 100,0%	4839 100,0%
Off. gjeld	513,3 23,3%	452,2 14,3%	517,2 10,7%
Finansinst.	1264 57,3%	2110 66,6%	3505 72,4%
Foretak	430,2 19,5%	605,5 19,1%	816,6 16,9%
Utenfor eurosonen	111,2 100,0%	176,7 100,0%	176 100,0%
Stat/Int. org.	4,6 4,1%	5,8 3,3%	4,1 2,3%
Finansinst.	98,7 88,8%	142,6 80,7%	153,3 87,1%
Foretak	7,9 7,1%	28,3 16,0%	18,6 10,6%
Sum total	2319	3345	5015

Kilde: ECB Securities Database

i utestående indikerer at deres utstedelser har fått betydelig kortere løpetid.

Utstedelser i euro fra utstedere lokalisert utenfor eurosonen utgjør en marginal andel av utstedelsene i euro. Finansinstitusjoner står for nesten alle utstedelsene i dette markedet.

Den sterke private dominansen i det kortsiktige markedet kan skyldes at innføring av euroen har økt investorbasen og dermed gjort det forholdsvis mer attraktivt å utstede private omsettelige gjeldspapirer enn å ta opp banklån. Ifølge Euroclears årsrapport fra 2001 kan deler av den kraftige veksten i CP-markedet forklares av at foretakene ser CP som mer fleksible enn syndikerte lån. Det er likevel langt igjen til det amerikanske CP-markedet, som er seks ganger så stort som det europeiske. En stor andel av CP-lånene brukes til å finansiere verdipapiriseringer⁹ og overgangsfinansiering i forbindelse med restrukturering og oppkjøp av foretak (se ESB, 2001c).

Ved siden av at noe av finansieringen har en kortsiktig natur, er det også lettere å vurdere kredittrisiko i et kort tidsperspektiv. Det kan bidra til å forklare at private papirer representerer en betydelig større andel av kortsiktig enn av langsiktig gjeld. Flere kredittvurderte utstedelser og et større utvalg av omsettelige lån gjør det også mer attraktivt å investere i det private markedet. Aksept av private papirer som sikkerhet i eurooppgjørssystemet virker også positivt.

Det kortsiktige gjeldsmarkedet har formet en todelt struktur med grensekryssende handel mellom de største aktørene, mens de mindre aktørene opererer på nasjonalt nivå. Avstanden mellom kjøps- og salgskurser i markedet har krympet betydelig siden innføringen av euro. Det kan ses på som et tegn på økt likviditet (se Galati og Tsatsaronis, 2001).

Et gjeldsmarked vil fungere bedre dersom det er effektive markeder for tilhørende derivater og gjenkjøpsavtaler. Markedene for gjenkjøpsavtaler er i langt større grad enn

det usikrede pengemarkedet avhengig av nasjonale reguleringer og infrastruktur i verdipapirhandelen for øvrig, og i dette markedet har det vært lite grensekryssende virksomhet. Ved siden av direkte forbud mot å inngå gjenkjøpsavtaler og mangelsalg («short»-salg) har også utbredelsen av en nasjonal infrastruktur på oppgjørssiden bidratt til operasjonelt vanskelig og dyr grensekryssende handel (se Giovannini Group, 1999). Mangel på harmoniserte netting- og regnskapsregler har også blitt pekt på som en viktig forklaring¹⁰.

3. Egenkapitalmarkedet

Effekten av euro har vært liten for utviklingen i aksje-markedene generelt og for kursutviklingen spesielt. Euroen kan i noen grad ha påskyndet skifte av fokus fra landsspesifikk til bransjespesifikk risiko. Denne utviklingen har imidlertid gjort seg gjeldende også utenfor eurosonen. Eksisterende infrastruktur og lovverk står i veien for mer grensekryssende aksjehandel, se også avsnittet om infrastruktur.

Alle eurolandene har egne børser, oppgjørssystemer og verdipapirregistre. «Hjemmebørsen» er fremdeles handelsplassen for de fleste aksjer.

Den raske veksten i egenkapitalmarkedet på slutten av 1990-tallet kan både tilskrives økt investoretterspørsel og stor aktivitet som følge av betydelige restruktureringer og oppkjøp i mange sektorer. Det største bidraget fra euroen var bortfallet av valutakursrisiko i eurosonen. Det la grunnlaget for at mange investorer skiftet til et mer internasjonalt investeringsperspektiv. Det favoriserte i særlig grad investeringer innen euroområdet, som i noen grad erstatter de tidligere nasjonale markedene. Endringer i investeringsstrategi førte til store omallokeringer av kapital i eurosonen og netto kapitalutgang. Særlig stor var kapitalutgangen til USA, som tidligere var vesentlig undervektet i forhold til amerikanske verdipapirers andel av totalt tilgjengelige omsettelige verdipapirer.

Pensjonsfondene har gått i spissen for denne utviklingen (se ESB, 2001c). Nederlands største pensjonsfond plasserte for eksempel 76 prosent av alle investeringer i Nederland i 1999, mens 55 prosent ble plassert i Europa i 2001. Europa ble da definert som hjemmemarkedet. For øvrig kan euroen ha virket som en katalysator som har satt fart på en utvikling som allerede var i gang.

4. Euro og det europeiske kapitalmarkedets infrastruktur

Introduksjonen av euro har belyst svakheter ved eksisterende infrastruktur og et regelverk som ikke har vært

⁹ Verdipapirisering innebærer at deler av for eksempel en banks låneportefølje kjøpes av et annet selskap som kun har som formål å eie en portefølje. Kjøpet finansieres ved å låne i verdipapirmarkedet.

¹⁰ Netting innebærer at kontrakter med samme motpart i en problemsituasjon kan gjøres opp på nettobasis ved at kontrakter med positiv markedsverdi motregnes mot kontrakter med negativ markedsverdi.

tilstrekkelig innrettet mot å skape et felles eurokapitalmarked. Utviklingen av det europeiske kapitalmarkedet vanskeliggjøres hvis ikke regelverket og praktiseringen av det harmoniseres ytterligere. En av hovedårsakene til innføring av euro som felles valuta var ønske om et enhetlig indre marked. Euroen øker, i samsvar med målsetningen, presset i retning av et enhetlig indre marked.

Regelverkarbeidet er gitt spesiell prioritet i EU gjennom Financial Services Action Plan (FSAP), som ble innført i 1999 og planlegges ferdigstilt i løpet av 2005. Planen ble lansert ut fra en erkjennelse av at det fortsatt var hindringer i veien for utviklingen av et felles finansmarked. Målet er å utarbeide felles regler for EØS på en rekke områder av betydning for grensekryssende handel med finansielle tjenester. Et sentralt direktiv i denne sammenheng er investeringstjenestedirektivet, som la til rette for fri grensekryssende handel med investeringstjenester allerede i 1993. Det vil si at mellommenn for eksempel kunne bli medlem på et annet EØS-lands børs uten selv å ha kontor-er i vedkommende land, såkalt fjernmedlemskap.

Blant de gjenstående prioriterte tiltak under FSAP er en oppgradering av investeringstjeneste- og prospekt-direktivene. Oppgraderingen innebærer blant annet felles regler for alternative handelssystemer og tilrettelegging for at børser og verdipapirsentraler kan drive grensekryssende virksomhet uten å være lokalisert i landet hvor tjenestene ytes. Oppgraderingen av prospekt-direktivet tar sikte på gjensidig anerkjennelse av prospekter i forbindelse med innhenting av kapital og at markedsplassene skal ha likeartede disiplinærregler. Det skal resultere i at utstedere kan bruke ett prospekt i hele EØS-området. Viktige direktiver med harmoniserte regler for grensekryssende bruk av sikkerheter og forbud mot markedsmanipulering er nylig vedtatt.

Den økte etterspørselen etter verdipapirer på tvers av landegrensene i eurosone har satt igang en konsolideringsprosess mellom ulike nasjonale børser og avregnings- og oppgjørssystemer. Det er en utvikling som omfatter hele Europa, og ikke bare eurosone.

Det har lenge vært arbeidet med å etablere et pan-europeisk marked for de største aksjene, men det gjenstår fremdeles mye. Det har vært få vellykkede sammenslåinger av børser og oppgjørssentraler på tvers av landegrensene. Den mest vellykkede fusjonen synes å være sammenslåingen av enheter i verdipapirkjedene i Frankrike, Nederland og Belgia - også børsen i Portugal knyttet seg nylig til dette samarbeidet¹¹. For en nærmere gjennomgang av endringene i den europeiske verdipapirkjeden vises det til Axelsen og Weme (2001).

Tidlig bruk av ny teknologi og en pågående prosess med samarbeid og fusjoner mellom børser og oppgjørssystemer i Europa har ikke skapt det samme press for utvikling av alternative handelssystemer som i USA¹². Den europeiske verdipapirkjeden har også, ifølge samtaler ESB har hatt med enkelte markedsaktører, fordeler ved den ofte forekommende samordningen av børser og derivatbørser. Denne strukturen legger etter aktørenes oppfatning til rette for sikringsforretninger og tillater kryssmarginering mellom posisjoner med samme motpart¹³. Ifølge de samme aktørene er det største problemet i dag høye kostnader ved grensekryssende handel og savnet av én markedsplass for de største europeiske foretakene (se ESB, 2001b).

Reduksjon i avregnings- og oppgjørskostnader ved handel over landegrensene er av markedsaktører pekt på som hovedgrunnen til å effektivisere infrastrukturen i det europeiske verdipapirmarkedet. Prosessen med konsolidering av oppgjørstrukturen er allerede igang, og i land som Spania og Italia, som har hatt flere nasjonale oppgjørssystemer, har det vært betydelig rasjonalisering på nasjonalt nivå. De viktigste grensekryssende sammenslåingene har vært sammenslåing av aktivitetene til franske Sicovam, den nederlandske og belgiske verdipapirsentralen og den internasjonale verdipapirsentralen Euroclear. Alt er nå samlet under navnet Euroclear. Tilsvarende har franske Cedel og den tyske verdipapirsentralen opprettet Clearstream International.

Det er et omfattende nettverk av automatiske forbindelser (linker) mellom de ulike verdipapirsentralene som skal lette oppgjøret ved grensekryssende handel. Euroclear skriver likevel i sin årsrapport fra 2001 at hindringene for enda større vekst i markedet for kortsiktige verdipapirlån (CPer) i hovedsak er relatert til at det ikke finnes et europeisk standardisert og automatisk system for utstedelse og avregning av gjeldspapirer. Behovet for STP¹⁴ er også akutt i det kortsiktige gjeldsmarkedet, hvor løpetidene er korte, transaksjonsvolumet høyt og mange papirer blir fornyet ofte og regelmessig.

Lamfalussy-komiteen og dens forslag til etablering av prosedyrer i EUs lovarbeid har vært et viktig skritt for økt progresjon i arbeidet med å harmonisere lover og regler (se Grønvik, 2001). Etter hvert som samordningen av regelverket innen EU øker, vil det trolig være aktørenes atferd som skaper atskilte segmenter i euro-markedet. Myndighetene kan legge til rette for integrasjon av markedene, mens det er aktørene som blant annet gjennom arbitrasjehandel faktisk integrerer dem.

¹¹ Verdipapirkjeden inneholder de sentrale tjenestene i verdipapirmarkedets infrastruktur. Det er handel, avregning, oppgjør og registrering.

¹² Alternative handelssystemer (ATS) kan være alt fra rene investornettverk til konstellasjoner som i praksis fungerer som en børs. ATSer tar i hovedregelen prisbildet fra en børs, det vil si at ATSet ikke har en egen mekanisme for prisdannelsen. ATSer er ikke underlagt samme strenge lovregulering som børser. De har som regel også en videre krets av direkte deltakere og lavere kostnader enn børser.

¹³ Netting av marginkrav ved samtidig kjøp og salg av verdipapirer.

¹⁴ STP står for «Straight Through Processing», og betyr å automatisere gangen fra et verdipapir utstedes eller handles på børs til det er oppgjort og registrert i en verdipapirsentral.

5. Konklusjon

Euroen har forsterket utviklingen av dypere finansmarkeder i eurosonen gjennom å senke barrierene for grensekryssende transaksjoner. Det har i stor utstrekning ført til ett marked for omsettelige gjeldspapirer i eurosonen, og fremvekst av ett europeisk marked for foretaksobligasjoner. Europeiske foretak har i det siste vært i stand til å reise kapital i verdipapirmarkedene til historisk lave kostnader. Det kommer av generelt lavere kostnader ved utstedelse av omsettelige gjeldspapirer både i euro og andre hovedvalutaer.

Det har vært spekulert i om innføringen av euro og den sterke veksten i markedet for foretaksobligasjoner er starten på en ny finansstruktur i Europa, med betydelig større vekt på markedsbasert finansiering. Det vil i så fall være en utvikling som bringer det europeiske markedet for gjeldsfinansiering av foretak mer i retning av markedet i USA. En vridning mot mer markedsbasert finansiering, gjennom omsettelige gjeldsinstrumenter, vil trolig styrke det europeiske finansielle systemet ved at en del av risikoen som nå ligger på bankene, vil overtas av kjøperne av foretaksobligasjoner og andre private papirer.

Virkningene av euroen synes foreløpig å ha vært små i egenkapitalmarkedet.

Et bedre fungerende regelverk for å integrere euromarkedene er høyt prioritert i EU. En av hovedårsakene til at man etablerte en felles valuta var nettopp de antatt positive virkningene for det felles indre marked. Det er derfor tvingende nødvendig å så raskt som mulig gjøre de tilpasninger som må til for at målet skal nås. I verdipapirmarkedene vil det kunne gi økt likviditet, reduserte kostnader og lettere tilgang til det som i dag er nasjonale markeder.

Referanser

- Axelsen, Kristine A. og Sindre Weme (2001): «Det europeiske verdipapirmarkedets infrastruktur i støpeskjeen», *Penger og Kreditt* 1/01.
- BIS (2002): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2001*, mars.
- ESB (2001a): *Characteristics of corporate finance in the euro area*, februar.
- ESB (2001b): *The euro bond market*, juli.
- ESB (2001c): *The euro equity markets*, august.
- ESB (2001d): *The euro money market*, juli.
- Euroclear (2002): *Annual report 2001*, mai
- Detken, Carsten og Philipp Hartmann (2000): «The euro and international capital markets». ESB working paper 19, april
- Galati, Gabriele og Kostas Tsatsaronis (2001): «The impact of the euro on Europe's financial markets». BIS working paper 100, juli.
- Giovannini Group (1999): *On the EU repo markets and CGFS*.
- Grønvik, Gunnvald (2001): «Verdipapirregulering og komitologi – mer om utviklingen av de indre finansielle markeder i EU». *Penger og Kreditt* 2/01.