



Munich Personal RePEc Archive

The dynamic of European bond markets' integration

Avadanei, Andreea

"Alexandru Ioan Cuza" University - Iasi, Romania - Faculty of Economics and Business Administration - Doctoral School of Economics

November 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/31300/>
MPRA Paper No. 31300, posted 07 Jun 2011 19:14 UTC

DINAMICA INTEGRĂRII PIETELOR EUROPENE DE OBLIGAȚIUNI

Andreea Avadanei
Școala Doctorală de Economie
Universitatea “Al. I. Cuza”, Iași

Abstract. *The scope of this paper is to analyze the developments of European bond market integration in the context of the Economic and Monetary Union. We structured our research on sections that present the euro implications for the bond markets integration, the actual stage of the considered process, and the main features of the above mentioned markets in the light of the international crisis. Our results show that before the advent of the financial turmoil, bond markets have shown a high level of integration, particularly in the euro area. Convergence of prices of European government bond markets, for instance, has been significant since the introduction of the single currency. Corporate bond markets have also shown a positive integration pattern despite the insufficient harmonization of the post trading infrastructure. The recent financial crisis has had a significant impact on government bond markets, as evidenced by a deterioration of several integration indicators. Regarding the corporate bond markets, available data show only a limited impact of the turmoil on its (quite advanced) degree of integration.*

Keywords: *financial integration, corporate bond market, government bond market, financial crisis.*

1. Introducere

Realitatea faptică arată că primii unsprezece ani de existență ai monedei unice au generat o creștere remarcabilă a gradului de integrare financiară, chiar dacă nivelul de convergență variază în cadrul diferitelor segmente ale sistemului financiar.

Moneda euro se constituie într-un element cheie pentru susținerea integrării financiare, în principal deoarece investitorii străini dezvoltă o preferință puternică pentru o monedă stabilă. De asemenea, reformele, reglementările și politicile de armonizare din cadrul industriei financiare au contribuit în mod semnificativ la creșterea gradului de integrare a piețelor financiare europene. Acest rezultat nu numai că oferă suport responsabililor europeni care consideră că armonizarea reglementărilor vizând piețele de capital și sectorul bancar este extrem de importantă, dar subliniază în același timp faptul că măsurile dezbătute în cadrul G7, G20 și Forumului de Stabilitate Financiară având ca finalitate armonizarea reglementărilor financiare pot fi de natură să accelereze globalizarea financiară.

Până în momentul lansării monedei euro, se evidențiază influența distructivă a unor factori asupra activității financiare internaționale, printre care se includ riscul valutar, diferențele inflaționiste statale/regionale, rata dobânzii, costurile de tranzacționare în operațiunile cu diferite valute și restricțiile valutare impuse investitorilor și intermediarilor financiari. Adoptarea monedei unice a îndepărtat toate obstacolele enumerate și a creat un mediu favorabil integrării pieței obligațiunilor de stat și corporative. Euro a creat posibilitatea realizării unei piețe omogene, prin extinderea considerabilă a ariei investitorilor. Aceasta a contribuit la majorarea competitivității atât a obligațiunilor guvernamentale, cât și a celor corporative, generând, ulterior, modificări profunde.

2. Analiza efectelor monedei unice asupra piețelor europene de obligațiuni

Uniunea Economică și Monetară a avut un impact substanțial asupra integrării piețelor obligațiunilor guvernamentale, titluri care sunt importante nu doar pentru calitatea lor de sursă de finanțare pentru guverne, ci și ca etalon de stabilire a prețului pentru alte instrumente financiare. Cu mult timp înainte de lansarea monedei unice, la nivelul randamentelor obligațiunilor emise de viitoarele state membre ale zonei euro s-a înregistrat un proces de convergență susținută.

În ceea ce privește *pieța obligațiunilor guvernamentale*, spread-urile dintre titlurile emise de guvernele statelor membre sunt mici în raport cu perioada pre-UEM și pot fi relatează de diferențele în gradul de lichiditate și riscul de credit.

Deși aceste spread-uri înregistrează niveluri scăzute, eficiența și lichiditatea acestei piețe este limitată de diferențele privind sistemul de emiteri al statelor membre. *Pentru obligațiunile corporative*, spread-urile pot fi explicate pe seamă caracteristicilor sectoriale și pe nivele ale firmelor

Convergența ratelor de randament indică eliminarea riscului ratei de schimb, efect al introducerii euro, astfel încât spread-urile randamentelor reziduale au reflectat în mod progresiv numai riscul de credit și riscul de lichiditate¹. Rezultatul a fost crearea în 1999 a unei piețe a obligațiunilor guvernamentale substanțial omogene, în cadrul căreia diferitele emisiuni naționale de maturități similare sunt tranzacționate ca și substituenți apropiați, cu spread-uri ale randamentelor sub 50 de puncte de bază în toate cazurile. Această piață este acum comparabilă ca mărime, atât în termeni de fluxuri de emisiuni, cât și de sume restante, cu piețele de profil din Statele Unite sau Japonia. Indicatorii cantitativi ai distribuției obligațiunilor guvernamentale confirmă deținerile transfrontaliere semnificative în cadrul Eurozonei, în timp ce participarea accentuată a marilor bănci internaționale ca și dealeri primari a facilitat distribuția globală, mai ales în Statele Unite și în creștere în Asia. Emitenții de titluri din afara zonei euro au beneficiat și ei de gradul sporit de integrare a acestei piețe. În particular, țările care au aderat recent la Uniunea Europeană au avut și au în continuare posibilitatea de a exploata o bază investițională mai amplă și suportă costuri de finanțare mult mai scăzute, completându-și emiterile naționale cu titluri denumite în euro.

Disponibilitatea unei *piețe spot bine integrate* pentru obligațiunile guvernamentale în cadrul Eurozonei a susținut dezvoltarea unor piețe pentru *alte clase relatează de active*, precum obligațiunile corporative, obligațiunile garantate, titluri financiare garantate cu active, și o gamă variată de instrumente derivate. În timp ce valoarea brută a emisiunilor de obligațiuni guvernamentale la nivel de Eurozonă nu s-a schimbat în mod semnificativ din 1999, emiterile de astfel de titluri au cunoscut o creștere substanțială de-a lungul perioadei considerate².

Analizele empirice indică faptul că *expansiunea* acestor segmente de piață poate fi atribuită unei *serii de factori tehnici și economici* (episoadele globale de fuziuni și achiziții, creșterea economică, securitizarea și trendurile specifice), dar și ca moneda unică a influențat emiterile de obligațiuni corporative atât direct, prin eliminarea riscului asociat ratei de schimb, cât și indirect, urmare a unor necesități de finanțare mai mari, generate de procesul de restructurare corporativă euro-relaționat. Numărul și tipul emitenților de obligațiuni non-guvernamentale din Eurozonă s-a majorat în mod gradual; emiterile tipice de titluri s-au dezvoltat și ele, confirmând maturitatea crescândă a acestor segmente de piață în termeni de

¹ Codogno, L., Favero C., Missale, A. (2003), „Yield spreads on EMU government bonds”, *Economic Policy*, Vol. 18, Ediția 37, pp. 213-215

² ***European Commission, (2008), „EMU@10 Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union”, pag. 86

lichiditate și profunzime. Cu toate acestea, segmentele menționate rămân relativ subdezvoltate, în comparație cu cele similare de pe piața Statelor Unite.

Cu referire la gradul de lichiditate, Biais et al. (2006) arată că *lichiditatea obligațiunilor denominate în euro este superioară celor denominate în lire sau dolari*, ca urmare a unui domeniu de aplicare deschis și competitiv, în care un număr ridicat de bănci oferă servicii de dealership unei game largi de clienți prospectivi.

Dezvoltarea pieței obligațiunilor a fost susținută și de creșterea rolului internațional al monedei unice; numeroase entități nerezidente au emis titluri de valoare denominate, ceea ce a determinat o majorarea gradului de lichiditate al euro-pieței.

3. Analiza indicatorilor privind integrarea pieței europene a obligațiunilor

3.1. Studiul indicatorilor de măsurare a integrării pieței obligațiunilor guvernamentale

A. Indicatori fundamentați pe preț

a1) *Evoluția coeficientului β privind randamentele obligațiunilor guvernamentale cu maturități de 10 ani;*

În cazul în care piețele obligatate sunt integrate pe deplin, și nu intervin schimbări cu specific de țară legate de riscul de credit, ratele de randament ale obligațiunilor ar trebuie să reacționeze numai în fața factorilor informativi comuni tuturor piețelor. Astfel, rentabilitățile titlurilor din fiecare stat sunt influențate exclusiv de informațiile comune, lucru care se reflectă în modificarea randamentului obligațiunii guvernamentale etalon. Pentru a separa influențele comune de cele locale, se aplică următoarea regresie:

$$\Delta R_{c,t} = \alpha_{c,t} + \beta_{c,t} * \Delta R_{ger,t} + \varepsilon_{c,t} \quad (1), \text{ unde:}$$

α = punctul de intersecție, variabil în funcție de timp și de țară;

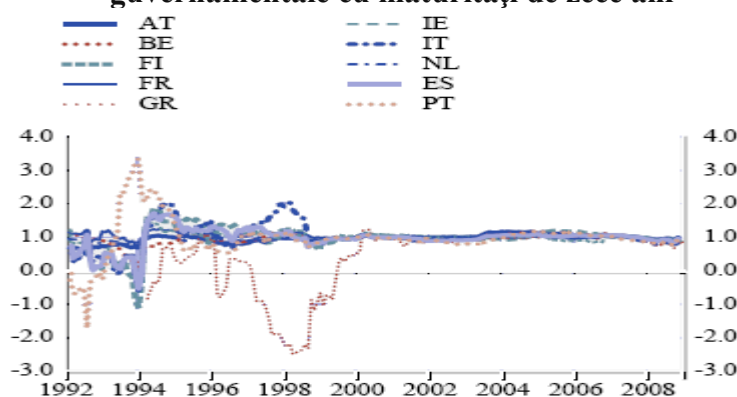
β = coeficientul dependent de țară și de timp;

$\Delta R_{ger,t}$ = modificarea randamentului obligațiunii etalon (Germania);

ε = șocul specific unei anumite țări.

În cadrul acestei specificații și în condițiile unei piețe integrate în mod complet, valorile α și β sunt 0, respectiv 1.

Graficul nr. 3.1. Evoluția coeficienților β privind randamentele obligațiunilor guvernamentale cu maturități de zece ani



Sursa: European Central Bank, „Financial Stability Review”, 2009, pag.23

Rezultatul specificației econometrice depinde de selecția obligațiunilor-etalon, care sunt reprezentate în acest caz de titlurile germane cu scadență de 10 ani. În consecință, nu ne putem aștepta ca factorii comuni să fie în măsură a explica în mod complet modificările nivelului randamentelor locale, atâta timp cât elementele informaționale locale cu privire la riscul de credit și cel de lichiditate continuă să exercite influența asupra acestor rentabilități.

a2) *Evoluția punctelor de intersecție și a coeficienților β , implicate de randamentele obligațiunilor guvernamentale cu maturități de zece ani, ajustate riscului de țară.*

Un indicator specific integrării pieței obligațiunilor se bazează pe o regresie a modificărilor înregistrate de randamentele titlurilor guvernamentale în raport cu schimbările de la nivelul randamentelor etalonului considerat.

Panta dreptei coeficienților estimați a variat substanțial până în 1998, suportând ulterior un proces de convergență rapidă către 1, nivelul integrării depline. Randamentele obligațiunilor guvernamentale elene converg după anul 2001, an în care Grecia a devenit țara membră a zonei euro.

În 2008, evoluția așa-numitei *convergențe β* indică semnale clare ale apariției unor probleme privind integrarea pieței obligațiunilor guvernamentale.

În condițiile unei integrări depline a pieței, coeficienții converg către 0, presupunând că modificările randamentelor nu sunt influențate de nici o altă variabilă decât riscul suveran.

Chiar și după stabilirea diferențelor legate de riscul de țară există indicii clare ale unui anumit nivel de divergență susținut de valoarea teoretică a etalonului. Aceasta înseamnă că spread-ul randamentelor titlurilor obligațiunilor guvernamentale rămâne sesizabil chiar și după controlarea riscului de credit (național) și ca primele riscului de lichiditate rămân semnificative, reflectând în parte absența piețelor futures pentru obligațiunile guvernamentale germane (Bundesanleihen). Riscul de țară este controlat prin aplicarea unor variabile dummy de rating și prin modificarea ecuației de regresie după cum urmează:

$$\Delta R_{c,t} = (\alpha_{c,t} + \sum \alpha_{r,t} D_{c,t}^r) + (\beta_{c,t} + \sum \beta_{r,t} D_{c,t}^r) \Delta R_{ger,t} + \varepsilon_{c,t} \quad (2), \text{ unde:}$$

$\Delta R_{c,t}$ = variabila dummy pentru rating-ul r al țării c , la momentul t .

Sintetizând, putem afirma că la nivelul anului 1999, abaterile standard înregistrau valori mari pentru toate țările, în linie cu diferențele semnificative dintre acestea. După acest an, valorile încep să se reducă, atât în termeni de abateri, cât și de diferențe. În general, țările zonei euro au urmat aceeași evoluție, Italia fiind cea care s-a abătut uneori de la linia de trend, urmarea a deviațiilor standard mult mai mari decât restul.

Comparând cifrele EZ cu cele ale Marii Britanii, apare ca evident un tipar distinct al acestor deviații, în special în perioada 2000-2003. Considerând cazul celor mai mari cinci state ale Eurozonei, datele arată că Germania, Franța, Spania și Olanda sunt cele mai integrate, în timp ce Italia nu înregistrează același nivel. Economia acesteia nu este una la fel de puternică, Italia având o datorie mult mai mare decât celelate țări menționate, iar această combinație, dintre o economie nu atât de solidă și un nivel ridicat al îndatorării reprezintă sursa volatilității accentuate.

Cu referire la Marea Britanie, gradul de integrare al acesteia este unul destul de ridicat, în ciuda diferențelor față de EZ în nivelul abaterilor standard ale unor ani. Explicația este legată de decizia sa de a nu introduce moneda unică, astfel încât politica monetară a băncii centrale este una diferită față de cea practică în zona euro. Acest lucru influențează prețul obligațiunilor, transformându-le în titluri mai volatile. Moneda poate reprezenta o problemă și din perspectiva investitorilor, care suportă un grad mai mare de risc, cu efecte de creștere a volatilității. Cu toate acestea, diferențele dintre piața de profil din Marea Britanie și piețele EZ nu sunt semnificative, astfel încât putem afirma că segmentul obligațiunilor guvernamentale este rezonabil integrat.

Considerând *marjele de profit*, acestea încă persistă, fiind considerate un dezavantaj al integrării rapide. Astfel, nivelul de integrare al pieței de profil pe baza analizei ratelor de randament apare ca fiind unul mai redus. Factori de influență precum riscul de credit și de lichiditate împiedică astăzi alinierea perfectă a rentabilităților acestor titluri.

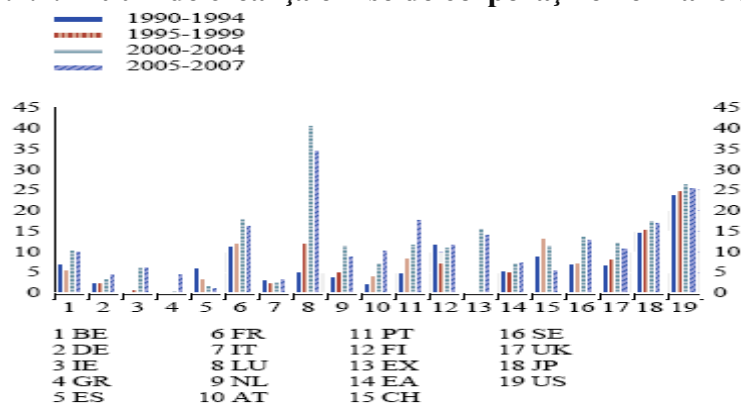
3.2. Evaluarea instrumentelor de măsurare a integrării pieței obligațiunilor corporative

Odată cu introducerea monedei unice, ritmul schimbărilor de la nivelul sistemului financiar al zonei euro a înregistrat un trend ascendent accentuat. Din 1999 și până în prezent, una dintre cele mai dinamice evoluții este reprezentată de expansiunea pieței obligațiunilor corporative. Sumele restante reprezentând astfel de titluri au crescut de la 2,700 miliarde euro în 1998 la aproape 6,000 de miliarde în 2006³.

A. Obligațiuni emise de instituțiile non-financiare

Graficul următor pune în evidență evoluția titlurilor de creanță emise în cadrul sectorului privat de-a lungul ultimilor 20 de ani. În mod similar indicatorului care reflectă dimensiunea pieței de capital, sunt necesare mediile unei perioade de cinci ani pentru a atenua fluctuațiile pe termen scurt.

Graficul nr. 3.2.1. Titluri de creanță emise de corporațiile nefinanciare(% din PIB)



Sursa: European Central Bank, „Financial Stability Review”, 2009, pag.56

Acest indicator al dezvoltării financiare arată că în decursul ultimilor ani s-a înregistrat o stagnare și uneori chiar un declin legat de emisiunile de titluri în rândul statelor Eurozonei și al țărilor considerate etalon, reflectând în parte impactul turbulențelor financiare actuale. La nivelul zonei euro se înregistrează un grad ridicat de eterogenitate în ceea ce privește emiterea de obligațiuni; o atenție deosebită trebuie acordată faptului că marile companii pot fi avantajate de sucursalele străine atunci când realizează o emisiune de titluri, în termeni de costuri mai scăzute de tranzacționare și/sau regimuri fiscale mai favorabile. În ciuda dinamismului determinat de introducerea monedei unice, nivelul general al emisiunilor de titluri derulate de statele Eurozonei este mai scăzut decât în majoritatea țărilor considerate etalon.

O altă realizare structurală importantă a ultimilor ani este relaționată de creșterea volumului activității de securitizare, care a contribuit la completarea și integrarea pieței creditelor prin crearea de noi modalități de management și transfer al riscului. În același timp însă, prioritățile ordonate necorespunzător realității și asimetriile informaționale au împiedicat în mod semnificativ funcționarea piețelor de profil în perioade de tensiune.

B.Indicatori fundamentați pe preț

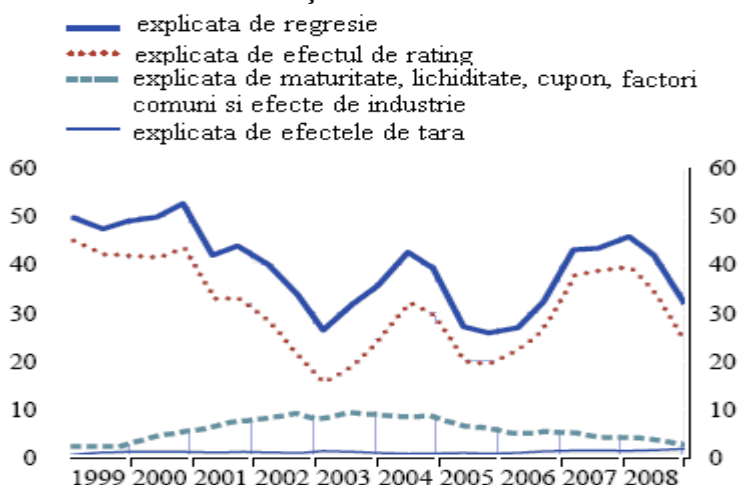
b1) Ponderea varianței intersectoriale explicată de mai mulți factori;

Măsura în care s-a realizat progresul integrării piețelor considerate poate fi evaluată prin stabilirea importanței relative a componentelor naționale în raport cu factorii comuni, legat de explicarea randamentelor ajustate în funcție de risc. Indicatorul astfel construit arată că euro-piața obligațiunilor corporative este bine integrată. Efectele de țară explică doar o

³ De Bond Gabe, J., “The role of the euro on the corporate bond markets in the Euro area”, *Journal of Financial Transformation*, 2007, pag. 8

proporție constantă, mică a varianței intersectoriale a spread-urilor randamentelor obligațiunilor corporative.

Graficul nr. 3.2.2. Ponderea varianței intersectoriale atribuită unor factori diverși(%)



Sursa: European Commission, "European Financial Integration Report 2009", Commission Staff Working Document, Brussels, 2009

Ponderea varianței explicată pe seama factorilor precum termenul de maturitate, nivelul de lichiditate, cuponul, elementele comune și efectele de industrie, poate fi privită ca o măsură a integrării care caracterizează piața obligațiunilor corporative, în opoziție cu factorii specifici de țară și de firmă.

b2) Dispersia intersectorială a parametrilor de țară.

O scădere generală a dispersiei efectelor de țară pune în evidență un nivel ridicat de integrare a pieței obligațiunilor corporative.

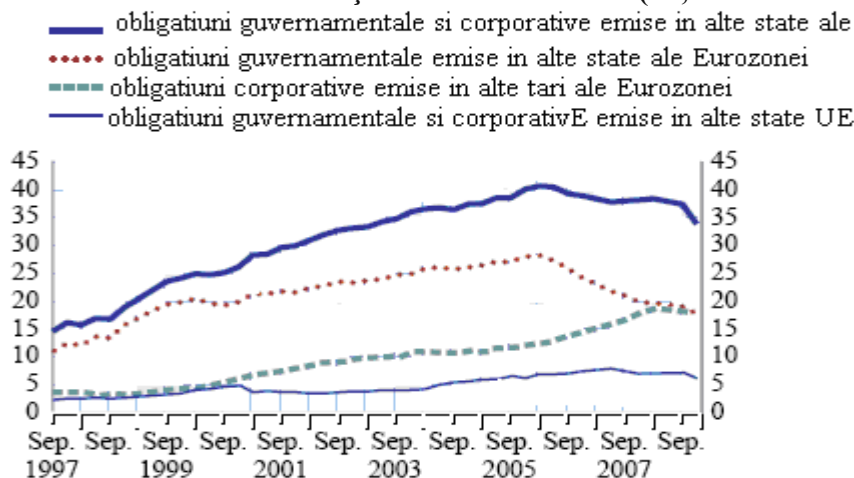
În ciuda imaginii eterogenității imaginii de ansamblu a pieței de profil din Eurozonă, există elemente diverse care arată în direcția unei integrări ridicate a acestui segment. Factorii de țară nu pot explica rentabilitățile obligațiunilor corporative emise în cadrul EZ. Comisioanele de subscriere au scăzut semnificativ după introducerea monedei unice, urmare a accentuării competiției în acest domeniu. În acord cu cele menționate este și fenomenul de internaționalizare din ce în ce mai accelerată a subscrierilor de obligațiuni euro-denominate emise de instituțiile nefinanciare, fenomen observabil din momentul introducerii euro.

3.3. Studiul indicatorilor cantitativi privind integrarea piețelor obligațiunilor guvernamentale și corporative

Indicatorii cantitativi arată un grad ridicat de integrare a acestor piețe. Graficul următor pune în evidență faptul că trendul spre diversificarea geografică observat anterior se menține și în prezent.

A. Deținerile străine ale IMF reprezentând titluri emise în cadrul Eurozonei și al organizațiilor UE non-financiare;

Graficul nr. 3.3.1. Procentul deținerilor străine ale IMF reprezentând titluri emise în cadrul Eurozonei și al organizațiilor nefinanciare UE: sumele restante în termeni de reședință a emitentului(% , din totalul deținerilor)



Sursa: European Commission, *Euro at 10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, European Economy 2/provisional version, 2008*

Spre exemplu, deținerile de titluri de creanță pe termen lung emise de guvernele statelor membre ale zonei euro și de către instituțiile nefinanciare, deținute de rezidenții altor țări aparținând Eurozonei au crescut în mod continuu în ultimii zece ani, cu toate că a existat o mică scădere în ultima perioadă analizată.

În cazul instituțiilor monetar-financiare, deținerile străine de astfel de titluri s-au majorat de la 15% la aproape 40%. În particular, deținerile de titluri emise de către instituțiile nefinanciare au crescut considerabil de la un nivel foarte mic, ceea ce demonstrează că investitorii și-au diversificat în mod accentuat portofoliile în rândul statelor Eurozonei.

Scăderea ponderii deținerilor transfrontaliere de obligațiuni guvernamentale în rândul statelor eurozonei, manifestată din 2006, reflectă o substituție între titlurile guvernamentale și cele corporative la nivelul portofoliilor de investiții.

Acest lucru poate fi explicat pe seama diversificării investițiilor realizate de instituțiile monetar-financiare, aflate în căutarea unor rentabilități mai mari ale pieței efectelor cu venit fix. Trendul nu se mai manifestă astăzi, cunoscând un proces de inversare de la începutul crizei financiare.

B. Deținerile fondurilor de investiții reprezentând titluri emise în alte țări membre ale zonei euro și în cadrul comunității mondiale

Indicatorul arată ponderea tuturor titlurilor deținute de fondurile de investiții, altele decât acțiunile (inclusiv efectele pieței monetare), emise de rezidenții altor state membre ale Eurozonei și de rezidenți aparținând comunității mondiale. Frecvența indicatorului este trimestrială.

În cazul noilor state membre (inclusiv Cipru, Malta și Slovenia) piețele obligatate au apărut relativ târziu, spre începutul anilor 2000, reflectând nivelul scăzut al datoriei moștenite și poziția solidă a politicii fiscale în timpul perioadei post comuniste.

Piețele secundare lipsesc în anumite state, urmare a faptului că obligațiunile sunt cumpărate și deținute de către bănci. Lipsa altor participanți instituționali, precum fondurile de pensii sau companiile de asigurări reprezintă un alt motiv pentru subdezvoltarea acestor piețe.

Astfel, în comparație cu țările UE 15, piețele obligatate ale noilor state membre sunt mici și foarte puțin lichide, experimentând însă în ultima perioadă evoluții puternice. Din

2000 și până în 2004, raportul dintre sumele restante reprezentând datoria guvernamentală și PIB s-a dublat. În timp ce raportul dintre titlurile guvernamentale domestice și PIB pentru țările UE15 era în 2004 de 80%, media celor 10 state noi (plus Cipru, Malta, Slovenia, mai puțin România, și Bulgaria) reprezenta mai puțin de 55%. Piețele obligatate ale noilor țări sunt caracterizate și în prezent de diferențe structurale semnificative, deși în ultimii ani s-a remarcat o tendință de convergență spre etalonul german. În perioada 2001-2003, randamentele obligațiunilor guvernamentale și spread-urile în raport cu etalonul considerat au scăzut substanțial, menținându-se ulterior la acest nivel sau continuând să se reducă și mai mult, cu excepția Ungariei, Ciprului și Poloniei.

Majorarea spread-urilor din Ungaria și Polonia din perioada 2003-2004 poate fi atribuită într-o oarecare măsură dezechilibrelor interne și externe ale acestor țări⁴. Piețele obligatate ale Cehiei și Poloniei sunt cele mai integrate în raport cu zona euro. Randamentele obligațiunilor cehe sunt influențate mai puternic de ratele BCE decât de cele ale băncii centrale naționale⁵. Acest lucru este valabil și pentru piața obligatară poloneză. Adoptând o metodologie diferită, bazată pe mecanisme de transmitere a volatilității, Baklaci(2003) susține că aceasta este și mai integrată decât piața cehă. Prin contrast, există argumente considerabile care demonstrează că dintre primele trei piețe ca mărime, Ungaria este cel mai puțin integrată.

4. Particularități ale pieței europene a obligațiunilor guvernamentale sub impactul crizei financiare

Din momentul de început al crizei financiare și în special de-a lungul anului 2008, atât spread-urile obligațiunilor corporative, cât și cele ale obligațiunilor guvernamentale au crescut substanțial în raport cu etalonul german. Evoluția indicatorilor fundamentați pe prețuri și a celor cantitativi pune în evidență tendințele de segmentare a pieței titlurilor guvernamentale, tendințe neobservabile la nivelul piețelor obligațiunilor corporative. Compararea diferențelor de randamente trebuie realizată cu mare atenție, pentru a putea formula concluzii pertinente cu privire la gradul de integrare al acestor piețe.

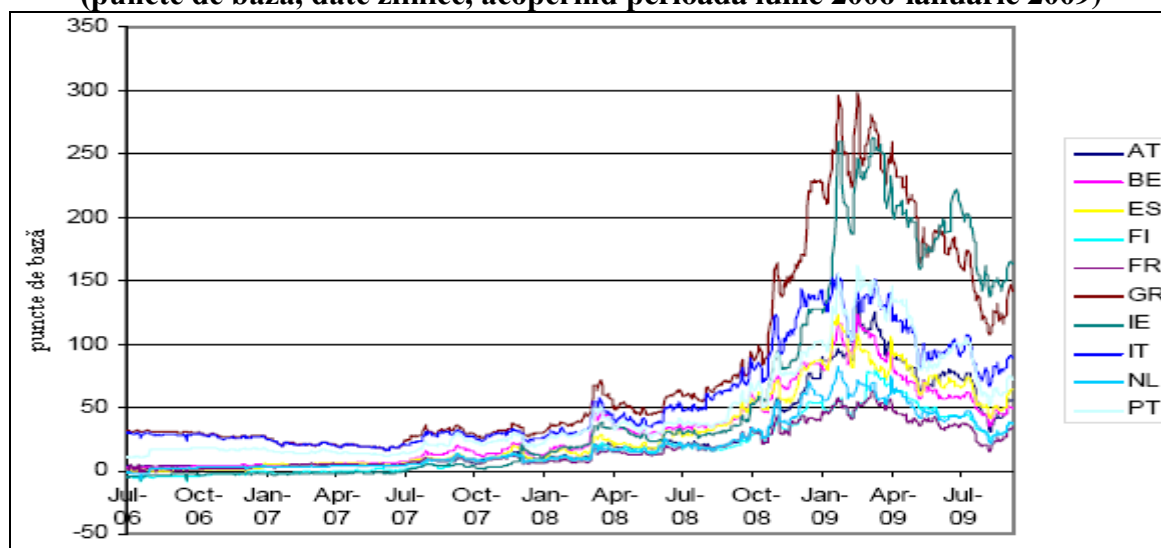
Deosebirile constatate pot fi atribuite riscului de credit perceput, reflectând prin urmare funcționarea corespunzătoare a disciplinei de piață și nu lipsa integrării. Pentru soluționarea acestui aspect, majoritatea indicatorilor privind integrarea pieței obligațiunilor se fundamentează pe intuiția economică pe măsură ce fenomenul de integrare progresează, randamentele acestor titluri urmând a fi determinate din ce în ce mai mult de elemente comune și nu de factori locali.

În mod similar pieței monetare, piața obligațiunilor guvernamentale a manifestat semne clare de tensiuni de-a lungul crizei actuale, cu toate eforturile investitorilor de reducere a riscurilor. Din iunie 2008, spread-urile dintre obligațiunile guvernamentale emise în cadrul zonei euro și etalonul german au crescut în mod semnificativ față de nivelurile, oricum ridicate, înregistrate în prima jumătate a aceluiași an. În mijlocul unei creșteri generale, spread-urile unor țări s-au extins mult mai mult în raport cu cele ale altor state; în consecință, din ianuarie 2009, rating-urile unor credite au fost retrogradate, fapt atribuit în parte riscului fiscal ridicat al finanțelor publice nesustenabile.

⁴ Reininger, T., Walko, Z., "The Integration of the Czech, Hungarian and Polish Bond Markets with the Euro Area Bond Markets", *Conference on European Economic Integration, Section 4, Financial Integration of New Member States*, 2005, pag. 8

⁵ Lommatzsch, L.-T., Orłowski, K., "Bond yield compression in the countries converging to the euro," *William Davidson Institute Working Paper*, No.799, 2006, pag. 25

Graficul nr. 4.1. Spread-ul randamentelor obligațiunilor guvernamentale cu maturități de zece ani în raport cu etalonul german (puncte de bază, date zilnice, acoperind perioada iunie 2006-ianuarie 2009)



Sursa: European Central Bank, „Financial Stability Review”, 2009, pag.37

Graficul nr. 4.1. arată că într-o perioadă relativ scurtă de timp, țările considerate stabile, implicând un grad scăzut de risc, au fost și ele afectate de manifestarea turbulențelor financiare. Acest lucru reflectă apariția unor aspecte îngrijorătoare privind sustenabilitatea finanțelor publice care se deteriorează rapid, pe fundalul angajamentelor fiscale ample asumate în condițiile agravării actualei crize și creșterii riscului încetinerii activității economice. Spread-urile randamentelor obligațiunilor guvernamentale, alături de riscul implicit au devenit într-un final preocuparea centrală a investitorilor, analiștilor, precum și a sectorului public.

Astfel, după colapsul Lehman Brothers în septembrie 2008, analiștii și investitorii au început să se concentreze din ce în ce mai mult asupra riscului implicat de generalizarea spread-urilor randamentelor, risc relaționat condițiilor de lichiditate al pieței (riscului de lichiditate) și solvabilității jucătorilor pieței reprezentați spre exemplu, de emitenții de stat (riscului de credit).

În septembrie 2008, echilibrarea cererii și ofertei de lichiditate s-a transformat într-o activitate extrem de solicitantă. Chiar și pentru instituțiile care prezentau bilanțuri aparent solide, obținerea de lichidități necesare derulării operațiunilor zilnice a devenit din ce în ce mai dificilă, urmare a faptului că aversiunea față de risc a atins nivele care nu au mai fost înregistrate niciodată în perioada de după război și până în prezent. Această stare de fapt pune în evidență aspectele ample relaționate de găsirea unui nou punct de echilibru implicând un număr redus, sau chiar inexistent de participanți activi pe piață⁶.

Pe măsură ce criza financiară s-a accentuat, în toamna lui 2008 a fost înregistrată o creștere a dispersiei interstatale a rentabilității titlurilor considerate, care poate fi atribuită în parte dificultăților de obținere a lichidităților. Din punct de vedere al integrării financiare, acest lucru suportă mai multe interpretări. În primul rând, poate fi vorba despre o creștere a riscului de segmentare a pieței. Pe de altă parte, această creștere urmează în linii mari explicațiile privind modificarea elementelor fundamentale ale pieței, precum restabilirea prețului riscului de credit, reflectând diferențele în termeni de solvabilitate ale emitenților de stat.

⁶ ***Banca Centrală Europeană, (2009), „Financial integration in Europe”, pp. 36-50

Concluzii

Uniunea Economică și Monetară a avut un impact substanțial asupra integrării piețelor obligațiunilor guvernamentale, titluri care sunt importante nu doar pentru calitatea lor de sursă de finanțare pentru guverne, ci și ca etalon de stabilire a prețului pentru alte instrumente financiare. Cu mult timp înainte de lansarea monedei unice, la nivelul randamentelor obligațiunilor emise de viitoarele state membre ale zonei euro s-a înregistrat un proces de convergență susținută.

În sinteză, piața europeană a obligațiunilor guvernamentale este rapid integrată, mai cu seamă după lansarea euro, dar într-o măsură mult mai mică decât piața monetară. Tranzacțiile inter-regionale ale obligațiunilor guvernamentale au fost facilitate de sistemul de decontări electronice, însă tranzacționarea tuturor obligațiunilor încă este împiedicată de segmentarea sistemelor europene de decontare a titlurilor de valoare.

Nivelul de integrare al pieței obligațiunilor corporative este de asemenea unul ridicat, astfel încât activitatea economică a spațiului european beneficiază de maturizarea pieței de profil.

Bibliografie

1. Baklaci, H.-F., "International government bond markets: determinants of yields and volatility linkages," *Diss. University of Texas, Arlington*, 2003, de pe <http://www.infibeam.com/Books/info/hasan-f-baklaci/international-government-bond-markets-analysis-yield-volatility/9783639108767.html>
2. Codogno, L., Favero C., Missale, A., „Yield spreads on EMU government bonds”, *Economic Policy*, Vol. 18, No. 37, 2003, de pe http://www.economic-policy.org/pdfs/Preliminarydrafts/37thPanel_meeting/Codognoetal.pdf
3. De Bond Gabe, J., "The role of the euro on the corporate bond markets in the Euro area", *Journal of Financial Transformation*, 2007, de pe http://www.capco.com/files/pdf/65/02_LESSONS%20LEARNED/01_
4. Lommatzsch, L.-T., Orłowski, K., "Bond yield compression in the countries converging to the euro," *William Davidson Institute Working Paper*, No.799, 2006, de pe http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897964
5. Reininger, T., Walko, Z., "The Integration of the Czech, Hungarian and Polish Bond Markets with the Euro Area Bond Markets", *Conference on European Economic Integration, Section 4, Financial Integration of New Member States*, 2005, de pe http://www.oenb.at/de/img/reininger_integration_of_czech_hungarian_polish_bond_markets_tcm14-34321.pdf
6. ***European Central Bank, „Financial Stability Review”, 2009, de pe <http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090615.en.html>
7. ***European Commission, Euro at 10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, European Economy 2/provisional version, 2008, de pe http://ec.europa.eu/economy_finance/emu10/emu10report_en.pdf;
8. ***European Commission, "European Financial Integration Report 2009", Commission Staff Working Document, Brussels, 2009, de pe http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/cross-sector/fin-integration/efir_report_2009_en.p