

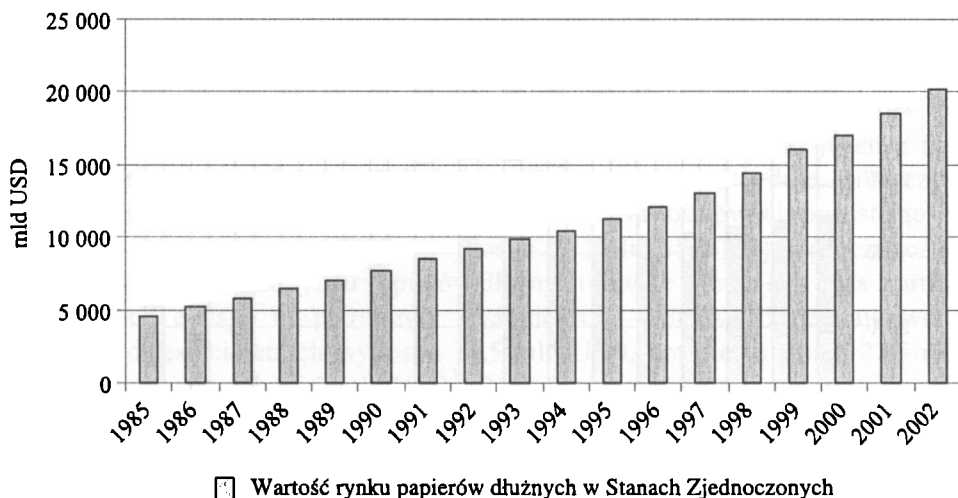
Zbigniew Wójtowicz

RYNEK SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W STANACH ZJEDNOCZONYCH

1. Rynek dłużnych papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych

Rynek amerykańskich papierów dłużnych to największy rynek tego typu instrumentów na świecie. Wartość nominalna pozostających w obrocie na rynku krajowym papierów dłużnych pod koniec trzeciego kwartału 2002 r. wynosiła 16 bilionów USD, co stanowiło niemal połowę wartości krajowych rynków długu na świecie. Druga w tym rankingu Japonia, z krajowym rynkiem długu o wartości prawie 6,6 bilionów USD, miała udział w światowym rynku długu o przeszło 58% mniejszy. Czołowej pozycji Stanów Zjednoczonych nie są także w stanie zagrozić kraje Unii Europejskiej. Wartość krajowych rynków długu państw członkowskich wynosiła 7,6 biliona USD, co po dodaniu wartości papierów dłużnych wyemitowanych na rynkach międzynarodowych przez podmioty z obszaru Unii dawało 11,8 biliona USD. Ocena zmian wielkości amerykańskiego rynku papierów dłużnych wskazuje na stały wzrost wartości tego segmentu rynku kapitałowego. W ciągu ostatnich 17 lat wartość dłużnych papierów wartościowych pozostających w obrocie zwiększyła się niemal czterokrotnie. Zmiany wartości amerykańskiego rynku długu zaprezentowano na rys. 1.

Równie istotne znaczenie co wielkość rynku ma jego struktura. Rynek amerykański nie został zdominowany przez jednego emitenta lub jedną grupę emitentów. W przeciwieństwie do wielu innych rynków krajowych skarbowe papiery dłużne w ostatnich dwóch dekadach nigdy nie przekroczyły jednej trzeciej udziału w całym rynku długu. Nie oznacza to oczywiście, że papiery dłużne rządu amerykańskiego nie odgrywały specyficznej i znaczącej roli dla wszystkich uczestników rynku, ale niewątpliwie inwestorzy amerykańscy mieli wielkie możliwości wyboru przy inwestowaniu w instrumenty dłużne, niedostępne dla inwestorów na wielu innych rynkach krajowych. Trzeba w tym miejscu zwrócić

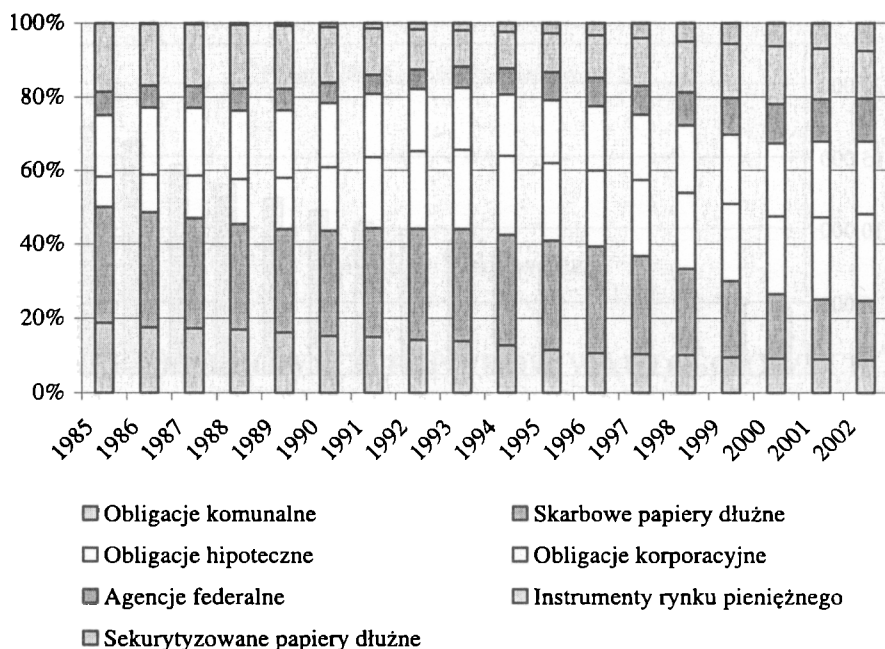


Rys. 1. Wartość rynku papierów dłużnych w Stanach Zjednoczonych w latach 1985-2002

Źródło: Bond Market Association.

uwagę na to, że na rynku amerykańskim istotną pozycję zajmują instrumenty dłużne emitowane przez podmioty powiązane z rządem, takie jak agencje federalne. Inwestorzy postrzegają ich papiery dłużne jako instrumenty zbliżone pod wieloma względami do papierów skarbowych. Wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez tego typu podmioty wynosiła w roku 2002 2,3 bln USD. Nie zmienia to jednak faktu, że rynek amerykański, oprócz papierów wartościowych emitowanych bezpośrednio przez rząd lub przez powiązane z nim agencje, oferuje inwestorom możliwości lokowania w komunalne, korporacyjne, hipoteczne oraz emitowane przez instytucje finansowe instrumenty dłużne o zróżnicowanej charakterystyce. Szczególnie warto podkreślić jest to, że rynek obligacji nie ogranicza się do podmiotów o ugruntowanej pozycji finansowej. Stwarza także szansę na pozyskanie środków finansowych podmiotom o niższej ocenie wiarygodności kredytowej, nie posiadającym oceny agencji ratingowych na poziomie inwestycyjnym, chociaż na rynku papierów dłużnych dominują podmioty o wysokiej wiarygodności kredytowej. Największy udział w amerykańskim rynku długu posiadają obecnie uznawane za obarczone bardzo niskim ryzykiem kredytowym hipoteczne papiery wartościowe, których wartość przekroczyła w 2002 r. 4,7 bln USD. Drugie miejsce pod względem udziału w rynku zajmowały papiery korporacyjne stanowiące na koniec 2002 r. 20% rynku¹ Udział obu tych kategorii papierów dłużnych w całym rynku wzrastał w ostatnich latach, co odbywało się głównie kosztem papierów skarbowych, które w roku 1999 utraciły pozycję lidera na rzecz instrumentów hipotecznych, a rok później zostały zepchnięte na trzecią pozycję przez papiery dłużne przedsiębiorstw. W ciągu ostatnich 18 lat udział

¹ Bonds Market Association.



Rys. 2. Struktura rynku papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1985-2002
Źródło: Bonds Market Association.

papierów skarbowych w rynku instrumentów dłużnych wynoszący w połowie lat osiemdziesiątych ponad 30% spadł o połowę. Jednocześnie zaś, oprócz dynamicznego rozwoju wymienionych już segmentów obligacji hipotecznych i korporacyjnych, pojawiły się nowe rodzaje instrumentów, określanych jako sekurytyzowane papiery dłużne. Lata dziewięćdziesiąte przyniosły gwałtowny rozwój tej formy pozyskiwania kapitału obcego, wykorzystującej posiadane przez emitenta aktywa jako zabezpieczenie dla emitowanych obligacji². W ciągu ostatnich 5 lat ich udział w rynku podwoił się i wynosił 7,7% co odpowiadało kwocie 1,5 bln USD, a w stosunku do początku lat dziewięćdziesiątych zwiększył się aż siedemnastokrotnie. Na przestrzeni ostatnich dwóch dekad spadło znaczenie obligacji komunalnych oraz instrumentów rynku pieniężnego. Spadek ten wynikał jednak z dynamicznego wzrostu innych rodzajów instrumentów dłużnych, gdyż w obu przypadkach mieliśmy do czynienia z nominalnym wzrostem zadłużenia, dla obligacji komunalnych wynoszącym 107%, a dla krótkoterminowych instrumentów dłużnych – 304%. Nie gwarantowało to jednak przy tak dynamicznym rozwoju rynku długu zachowania uprzednio posiadanych w nim udziałów. Zmiany struktury amerykańskiego rynku papierów dłużnych przedstawiono na rys. 2.

² Najczęściej stosowanym zabezpieczeniem emitowanych obligacji są należności emitenta lub inne aktywa gwarantujące osiągnięcie określonych przepływów pieniężnych [1, s. 3].

2. Rynek papierów wartościowych emitowanych przez rząd i jego agencje

Rynek amerykańskich skarbowych papierów wartościowych to jeden z najważniejszych rynków finansowych świata. O jego randze decyduje kilka czynników. Po pierwsze bardzo duża wartość papierów wartościowych pozostających w obrocie, która w grudniu 2002 r. wynosiła 3,12 bln USD [12]. Oprócz łącznej wielkości tego segmentu rynku papierów dłużnych równie istotna jest duża wartość pojedynczych emisji. W pierwszym kwartale roku 2003 wielkość najnowszej emisji not dziesięcioletnich wynosiła 19,5 mld USD, not pięcioletnich 27,5 mld USD, a not dwuletnich 35,2 mld USD³. Dzięki temu rynek ten cechuje się bardzo dużą płynnością, a inwestorzy w zasadzie nie wymagają premii za ryzyko płynności, które występuje w przypadku dłużnych papierów wartościowych oferowanych przez innych emitentów oferujących dużo mniejsze emisje⁴. Znaczenie mniejsze niż ryzyko płynności ma ryzyko kredytowe związane z inwestowaniem w dłużne papiery wartościowe emitowane przez amerykański Departament Skarbu. Za zobowiązania z tytułu emisji tych papierów wartościowych odpowiada rząd Stanów Zjednoczonych, co sprawia, że inwestorzy uznają te papiery wartościowe za pozbawione ryzyka kredytowego [3, s. 122]. O roli amerykańskich papierów skarbowych na światowych rynkach finansowych decyduje także specjalna pozycja waluty amerykańskiej, która mimo wprowadzenia euro oraz bieżących cykli koniunkturalnych utrzymuje pozycję czołowej waluty świata. Oczywiście zależności między pozycją, jaką posiada dolar amerykański, skarbowe papiery dłużne oraz pozycją gospodarczą, polityczną i militarną Stanów Zjednoczonych trzeba rozpatrywać jako powiązania wielostronne, niemniej postrzeganie długu skarbowego tego państwa wynika w szczególności z oceny wiarygodności emitenta i jego waluty. Specjalne znaczenie, jakie na światowych rykach mają amerykańskie papiery skarbowe, sprawia, że warto zapoznać się bliżej ze strukturą tego rynku. Jako uzupełnienie do opisu skarbowych papierów wartościowych zaprezentowane zostaną także papiery wartościowe emitowane przez agencje rządowe oraz przedsiębiorstwa sponsorowane przez rząd.

³ Reuters Fixed Income 3000.

⁴ Wyższa płynność rynków papierów skarbowych w stosunku do obligacji innych emitentów jest zjawiskiem obserwowanym na rynkach większości krajów [13, s. 6].

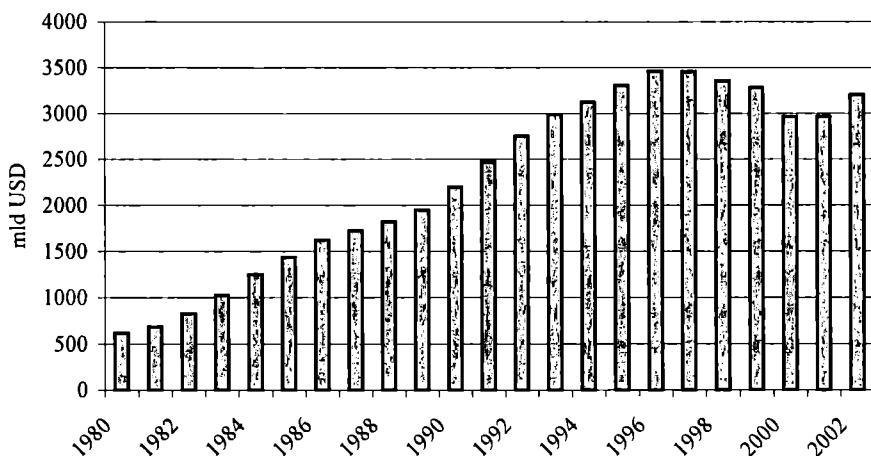
2.1. Charakterystyka papierów wartościowych emitowanych przez rząd federalny i jego agencje

Bogaty zbiór dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Departament Skarbu Stanów Zjednoczonych oraz agencje rządowe można podzielić według różnych kryteriów, takich jak czas zapadalności, sposób oprocentowania, zasady organizacji rynku pierwotnego i rynku wtórnego, krąg potencjalnych nabywców czy rodzaj emitenta. W celu zaprezentowania charakterystyki poszczególnych rodzajów papierów wartościowych dokonano ich podziału na następujące kategorie:

- rynkowe papiery wartościowe emitowane przez Departament Skarbu,
- obligacje oszczędnościowe emitowane przez Departament Skarbu,
- papiery wartościowe emitowane przez agencje federalne.

Rynkowe papiery wartościowe emitowane przez Departament Skarbu

Rynkowe skarbowe papiery wartościowe stanowiły pod koniec 2002 r. 87,8% łącznej wartości papierów wartościowych wyemitowanych przez Departament Skarbu Stanów Zjednoczonych, co odpowiadało kwocie 3,12 bln USD. Zmianę poziomu zadłużenia z tytułu rynkowych skarbowych papierów wartościowych przedstawiono na rys. 3.



Rys. 3. Zadłużenie z tytułu skarbowych papierów wartościowych w latach 1980-2002

Źródło: Bond Market Association.

Amerykański rynek papierów skarbowych, oprócz bardzo dużej wartości papierów wartościowych pozostających w obrocie, charakteryzuje się także szeroką gamą instrumentów o zróżnicowanej charakterystyce. Jako jedno z podsta-

wowych kryteriów podziału należy wskazać czas zapadalności, co pozwala wyróżnić instrumenty krótko- oraz średnio- i długoterminowe. Podział ten pokrywa się z podziałem na instrumenty zerokuponowe oraz dające okresowe płatności w postaci odsetek. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na różne nazwy instrumentów kuponowych o terminie zapadalności od roku do dziesięciu lat oraz instrumentów o terminie zapadalności przekraczających dziesięć lat. Te pierwsze określa się mianem not skarbowych (*treasury notes*), a drugie obligacji skarbowych (*treasury bonds*). Oprócz cech wyróżniających poszczególne rodzaje papierów skarbowych istnieją także cechy dla nich wspólne. Wymienić tu należy wartość nominalną, równą zawsze 1000 USD, brak opcji przedterminowego wykupu przez emitenta⁵, dematerializację wszystkich rynkowych papierów skarbowych oraz emitowanie tych instrumentów w formie papierów wartościowych na okaziciela. Poniżej przedstawiono charakterystykę poszczególnych rodzajów rynkowych papierów wartościowych.

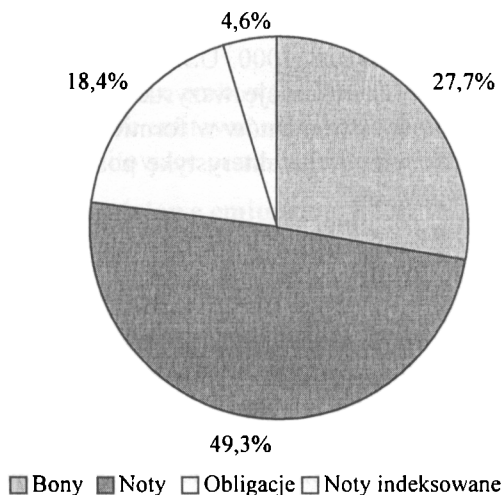
Bony skarbowe (*treasury bills*) i bony kasowe (*cash management bills*) to instrumenty zerokuponowe o terminie zapadalności nie przekraczającym jednego roku. Różnica między nimi wynika przede wszystkim z tego, że bony skarbowe emituje się regularnie, według przyjętego i publikowanego kalendarza, emisja bonów kasowych zaś następuje nieregularnie w zależności od potrzeb finansowych Departamentu Skarbu. Zapadalność bonów skarbowych wynosi 4, 13 i 26 tygodni. Emisja przeprowadzana jest w każdy poniedziałek dla bonów 13- i 26-tygodniowych oraz w każdy wtorek dla bonów 4-tygodniowych. W przypadku bonów kasowych o czasie emisji i terminie zapadalności decyduje bieżące zapotrzebowanie na płynne środki finansowe ze strony emitenta. Na koniec 2002 r. zadłużenie z tytułu wyemitowanych bonów skarbowych wynosiło przeszło 888 mld USD, co stanowiło 27,7% łącznego zadłużenia z tytułu rynkowych skarbowych papierów wartościowych.

Noty skarbowe (*treasury notes*) to instrumenty o terminie zapadalności nie krótszym niż jeden rok oraz nie dłuższym niż dziesięć lat. Instrumenty te dają inwestorom półroczne płatności kuponowe ustalane według stałej stopy, przy czym wartość kuponów w poszczególnych seriach not ustala się w zależności od wyników przetargu. Obecnie Departament Skarbu emituje noty o 2-, 3-, 5- i 10-letnim terminie zapadalności. Noty skarbowe mają największy udział w rynku papierów skarbowych, który na koniec 2002 r. osiągnął 49,3%, co odpowiadało kwocie 1,52 bln USD.

Obligacje skarbowe (*treasury bonds*) to rynkowe skarbowe papiery wartościowe o najdłuższym terminie zapadalności, wynoszącym w momencie emisji 30 lat. Termin zapadalności jest podstawowym wyróżnikiem obligacji skarbowych w stosunku do not. Oprocentowanie, podobnie jak w przypadku not skarbowych,

⁵ Obligacje skarbowe emitowane do roku 1985 miały opcję przedterminowego wykupu przez emitenta [8, s. 7].

wypłacane jest w okresach półrocznych, a wartość kuponu ustala się na podstawie wyników przetargu. Do lutego 1985 r. emitowano obligacje dające emitentowi prawo do ich wcześniejszego wykupu na 5 lat przed ostatecznym terminem zapadalności. Oznacza to, że w dalszym ciągu na rynku wtórnym funkcjonują papiery skarbowe z wbudowanymi opcjami *call*⁶. W grudniu 2002 r. wartość obligacji skarbowych wynosiła 588 mld USD, co stanowiło 18,4% wartości wszystkich rynkowych skarbowych papierów wartościowych.



Rys. 4. Struktura zadłużenia z tytułu rynkowych SPW – grudzień 2002

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Departamentu Skarbu.

Obligacje indeksowane na podstawie inflacji (*inflation indexed bonds*) to jedyne rynkowe skarbowe papiery wartościowe, których wartość zależy od wskaźnika inflacji. Jako wskaźnik pomiaru inflacji przyjęto wskaźnik zmian cen konsumentów zamieszkających na terenach zurbanizowanych (CPI-U)⁷. Mechanizm uwzględniania wymienionego powyżej wskaźnika inflacji opiera się na codziennym modyfikowaniu wartości nominalnej obligacji tak, aby utrzymać ich realną wartość na niezmiennym poziomie. W przypadku wystąpienia deflacji wartość obligacji ulegnie zmniejszeniu, z zastrzeżeniem, że minimalna cena, po jakiej zostanie ona wykupiona, równa się jej wartości nominalnej. Inwestorzy otrzymują płatności odsetkowe, obliczane na podstawie urealnionej wartości nominalnej

⁶ Obligacja o najdłuższym terminie do wykupu posiadająca opcję *call* ma termin zapadalności 15 listopada 2014 r.

⁷ Wątpliwości co do wyboru wskaźnika inflacji będącego podstawą ustalania rentowności obligacji indeksowych opóźniły ich pierwszą aukcję o trzy tygodnie. Ostatecznie 29 stycznia 1997 r. Departament Skarbu sprzedał pierwszą emisję 10-letnich obligacji indeksowanych [2, s. 168].

obligacji w okresach półrocznych, podobnie jak w przypadku innych papierów kuponowych. Odsetki płatne z tytułu posiadania obligacji indeksowanych do inflacji są dla inwestorów realnym zyskiem z tytułu inwestycji. Skarbowe papiery indeksowane, podobnie jak inne papiery skarbowe, są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, niemniej w przypadku tych instrumentów płynność rynku nie dorównuje płynności rynku tradycyjnych not i obligacji kuponowych, co objawia się wyższymi spreadami i mniejszą liczbą transakcji [6, s. 314]. Mimo to rynek obligacji skarbowych indeksowanych do inflacji stanowi najbardziej płynny rynek instrumentów dłużnych pozwalających zabezpieczyć realną wartość inwestycji. Zadłużenie z tytułu not indeksowanych do inflacji wynosiło na koniec roku 2002 146,8 mld USD, a udział tych not w łącznym zadłużeniu z tytułu rynkowych papierów wartościowych wyniósł 4,6%. Strukturę zadłużenia z tytułu rynkowych papierów wartościowych na koniec 2002 r. przedstawiono na rys. 4.

Departament Skarbu nie emituje, poza bonami skarbowymi, instrumentów o kuponie zerowym. Oznacza, to że inwestorzy kupujący noty i obligacje skarbowe, są narażeni na ryzyko reinwestycji otrzymanych przez nich płatności kuponowych. Dostrzeżony przez banki popyt na instrumenty zerokuponowe, pozbawione ryzyka kredytowego spowodował pojawienie się na początku lat osiemdziesiątych dłużnych papierów wartościowych o kuponie zerowym⁸ emitowanych na podstawie skarbowych papierów kuponowych. Mechanizm polegający na złożeniu do depozytu obligacji skarbowych i emitowaniu instrumentów zerokuponowych zabezpieczonych płatnościami odsetek i nominału pozwalał inwestorom nabywać papiery dłużne o ryzyku kredytowym tożsamym z ryzykiem obligacji i not skarbowych, ale pozbawionych ryzyka reinwestycji [15, s. 95]. Zainteresowanie tego typu walorami sprawiło, że Departament Skarbu wprowadził w 1985 r. program umożliwiający dekompozycję obligacji i not skarbowych polegającą na rozdzieleniu nominału i kuponów oraz swobodny obrót odłączonymi kuponami i nominałem tradycyjnego papieru skarbowego. Dzięki temu programowi syntetycznie utworzone instrumenty zerokuponowe stały się tożsame z tradycyjnymi walorami skarbowymi.

Obligacje oszczędnościowe

Obligacje oszczędnościowe emitowane przez Departament Skarbu stanowiły pod koniec roku 2002 5,4% wartości wszystkich wyemitowanych papierów skarbowych, co odpowiadało kwocie 193,3 mld USD. Konstrukcja tych instrumentów potwierdza deklarowaną przez emitenta chęć połączenia dwóch celów: pozyskanie środków potrzebnych do finansowania deficytu budżetowego oraz zapewnienia obywatelom łatwego dostępu do instrumentów finansowych pozwalających na długoterminowe oszczędzanie przy ponoszeniu minimalnego ryzyka inwestycyjnego. Nie bez znaczenia pozostaje także to, że nabywanie przez obywateli obligacji

⁸ Instrumenty tego typu jako pierwszy wyemitował w 1982 r. Merrill Lynch.

skarbowych własnego państwa stanowi wyraz ich poparcia dla kraju i władz państwowych, szczególnie w okresach nadzwyczajnych wydatków związanych z konfliktami zbrojnymi czy klęskami żywiołowymi. Właśnie taką możliwość stwarzają Amerykanom właśnie niektóre rodzaje obligacji oszczędnościowych oferowanych jako „obligacje patriotyczne” (*Patriot Bonds*). Wprawdzie jedynym ich wyróżnikiem pozostaje okolicznościowe oznaczenie dokumentu obligacji, a emitent przyznaje, że środki pozyskane z ich emisji będą wydatkowane na zasadach ogólnych, niemniej trudno nie docenić aspektu pozafinansowego takich emisji, szczególnie w przypadku społeczeństwa amerykańskiego. Obecnie istnieją trzy typy obligacji oszczędnościowych: EE, I, H. Ich charakterystykę przedstawiono w tab. 1.

Tabela 1. Charakterystyka amerykańskich skarbowych obligacji oszczędnościowych

Rodzaj obligacji (seria)	EE	I	HH
Wartość nominalna (USD)	50, 75, 100, 200, 500, 1000, 5000, 10 000	50, 75, 100, 200, 500, 1000, 5000, 10 000	500, 1000, 5000, 10 000
Cena emisyjna	50% wartości nominalnej	100% wartości nominalnej	100% wartości nominalnej
Zapadalność	30 lat	30 lat	20 lat
Oprocentowanie	naliczane jeden raz w miesiącu, przy kapitalizacji półrocznej, płatne przy wykupie obligacji	naliczane jeden raz w miesiącu, przy kapitalizacji półrocznej, płatne przy wykupie obligacji	stały kupon płatny w okresach półrocznych
Sposób ustalania oprocentowania	90% średniej rentowności rynkowych obligacji skarbowych	wskaźnik inflacji ^a powiększony o stałą marżę	
Dodatkowe warunki dotyczące oprocentowania	departament Skarbu gwarantuje wzrost wartości obligacji do wartości nominalnej w ciągu 17 lat	w przypadku wystąpienia deflacji oprocentowanie obligacji równa się stałej marży pomniejszonej o wskaźnik deflacji. Jeżeli wskaźnik deflacji przewyższa marżę, to wartość obligacji pozostaje bez zmian	
Wcześniejszy wykup	tak	tak	tak
Rynek wtórny	nie	nie	nie
Maksymalna wartość obligacji nabywanych w ciągu jednego roku	30 000 USD	30 000 USD	brak ograniczeń
Opodatkowanie	tylko podatkiem federalnym	tylko podatkiem federalnym	tylko podatkiem federalnym

a – inflacja mierzona wskaźnikiem U-CPI (inflacja cen konsumentów dla terenów zurbanizowanych).

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji Departamentu Skarbu.

Analizując konstrukcję i zasady emisji obligacji oszczędnościowych, warto zwrócić uwagę, że ich cechy wyraźnie odróżniają je od obligacji rynkowych. Obligacje oszczędnościowe emituje się w formie materialnej. Mają one charakter imienny, przy czym możliwe jest wskazanie w dokumencie obligacji dwóch właścicieli lub potencjalnego beneficjanta w przypadku śmierci posiadacza obligacji. Obligacje nie mogą być przedmiotem obrotu wtórnego, a wyjście z inwestycji dokonuje się poprzez przedstawienie obligacji do wcześniejszego wykupu. Wcześniejszy wykup dopuszczany jest w każdej chwili po upływie 12 miesięcy od dnia emisji obligacji. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że emitent obligacji warunkami emisji potwierdza deklarowaną chęć oferowania instrumentów finansowych wspierających długoterminowe oszczędzanie. Wskazują na to bardzo długi okres do wykupu, sposób wypłacania odsetek, dodatkowe opłaty przy wykupie przed upływem 5 lat od dnia nabycia⁹, preferencje podatkowe oraz zasady nabywania poszczególnych typów obligacji. Sprzedaż obligacji ma charakter ciągły, przy czym bezpośrednio można nabywać jedynie obligacje serii EE i I. Obligacje serii HH oferuje się jedynie posiadaczom obligacji serii EE lub HH¹⁰, którzy mają prawo nabywać je za środki uzyskane z wykupu tych obligacji. Zatem nabycie obligacji serii HH dających stały dochód w postaci półrocznych płatności kuponowych wymaga uprzedniego zainwestowania w obligacje niedające płatności kuponowych. Zamiana obligacji serii EE na obligacje serii HH może nastąpić w każdej chwili przy zachowaniu zasad wykupu obowiązujących dla serii EE. Zachętą dla inwestowania w obligacje oszczędnościowe stanowią także przepisy podatkowe. Najistotniejsze są tu zapisy o obciążeniu dochodów z obligacji jedynie podatkiem federalnym, odsunięcie momentu powstania zobowiązania z tytułu podatku dochodowego do momentu wykupu obligacji¹¹ oraz zwolnienie z podatku federalnego w przypadku przeznaczenia zysków z tytułu obligacji na wybrane cele oświatowe [14, s. 119]. Tak skonstruowane warunki emisji oraz rozwiązania podatkowe sprawiają, że obligacje oszczędnościowe nie stanowią bezpośredniej konkurencji dla oferty instytucji finansowych, szczególnie w krótkim i średnim horyzoncie inwestycyjnym, a zasady nabywania serii HH pozwalają przypuszczać, że promowany przez emitenta sposób inwestowania w obligacje oszczędnościowe zakłada nabywanie niedających bieżących płatności obligacji serii EE przez osoby aktywne zawodowo, posiadające nadwyżkę bieżących dochodów nad wydatkami oraz zastępowanie ich obligacjami serii HH wraz z zakończeniem tej aktywności w celu zwiększenia bieżących dochodów. Obligacje serii I stanowią ofertę dla osób, które pragną przede wszystkim zabezpieczyć posiadane aktywa przed skutkami inflacji i osiągnąć określony realny przyrost kapitału (podobnie jak obligacje serii

⁹ Opłata za wykupienie obligacji przed upływem 5 lat od dnia jej nabycia równa się wartości trzymiesięcznych odsetek.

¹⁰ Tylko w przypadku wykupu w wyniku zapadalności obligacji.

¹¹ W przypadku wykupu obligacji serii EE w celu zakupu obligacji serii HH zapłata podatku ulega dalszemu odroczeniu.

EE uprawniają do nabywania obligacji serii I, dających stałe płatności kuponowe). Specyficzny charakter amerykańskich obligacji oszczędnościowych wynika także z ograniczeń dotyczących ich nabywania. Należy tu wskazać ograniczenia podmiotowe i wartościowe. Ograniczenia podmiotowe polegają na określeniu kategorii osób mogących nabywać omawiane obligacje. Emitent ograniczył krąg potencjalnych nabywców do obywateli amerykańskich, czyniąc pewne wyjątki dla obywateli Meksyku i Kanady pracujących w Stanach Zjednoczonych. Ograniczenia wartościowe polegają na określeniu maksymalnej wartości nabywanych w trakcie trwania roku kalendarzowego obligacji i wynoszą 30 tys. USD dla obligacji serii I oraz 15 tys. USD dla serii EE. Nie ma ograniczeń wartości nabywanych obligacji serii HH, przy czym trzeba pamiętać, że zakup tych obligacji dokonuje się wyłącznie w drodze zamiany obligacji oszczędnościowych serii EE lub HH.

Obligacje emitowane przez agencje rządowe

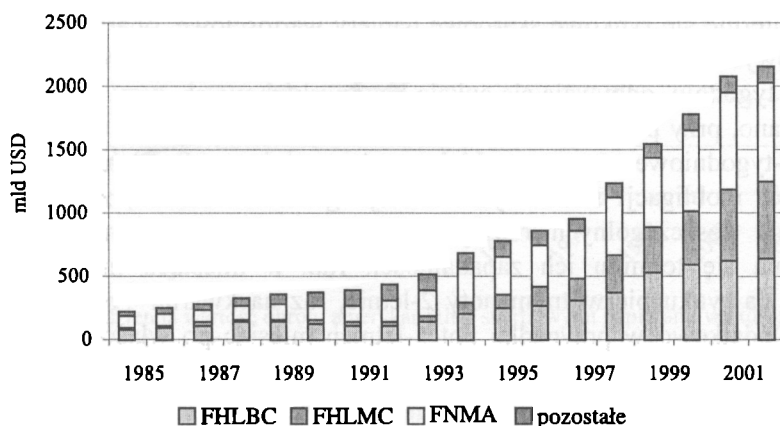
Na rynku amerykańskim obok skarbowych papierów wartościowych funkcjonują także papiery wartościowe emitowane przez podmioty sponsorowane przez rząd federalny lub agencje powiązane z rządem federalnym [4, s. 72]. Ich zadaniem jest finansowanie przedsięwzięć, które ze względu na ich znaczenie gospodarcze lub społeczne uznawane są za wymagające wsparcia ze strony państwa. Zestawienie agencji federalnych oraz celów ich działalności w tab. 2 wskazuje, jakie

Tabela 2. Cele działalności agencji federalnych

Agencja	Cel działania
Federal National Mortgage Association (FNMA)	wspieranie rozwoju rynku listów zastawnych
Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)	wspieranie rozwoju rynku listów zastawnych
Federal Home Loan Bank (FHLBC)	wspieranie emitentów listów zastawnych
Farm Credit Banks	finansowanie rolnictwa
Farm Credit System Financial Assistance Corporation	wspieranie restrukturyzacji instytucji wspierających rolnictwo
Federal Agricultural Mortgage Corporation	wspieranie rozwoju rynku pożyczek dla rolnictwa
Student Loan Marketing Association	zwiększanie dostępności pożyczek dla studentów
Financing Corporation	wspieranie systemu ubezpieczania kas oszczędnościowo-kredytowych
Resolution Funding Corporation	wspieranie restrukturyzacji kas oszczędnościowo-kredytowych
Tennessee Valley Authority	wspieranie rozwoju obszarów położonych nad rzeką Tennessee

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bond Market Association oraz [5, s. 154, 296].

dziedziny wymagają zdaniem rządu federalnego szczególnego wsparcia. Należą do nich system finansowania budownictwa, system finansowania rolnictwa i terenów wiejskich, system kas oszczędnościowo-pożyczkowych oraz system finansowania kredytów dla studentów. Papiery wartościowe nie mają w większości wypadków gwarancji rządu federalnego, niemniej sposób powoływania samych agencji (decyzja kongresu USA) oraz to, że realizują ważne, z punktu widzenia rządu, zadania, sprawia, że inwestorzy postrzegają je jako obarczone niskim ryzykiem kredytowym [3, s. 139]. Zestawienie agencji oraz celów ich działalności przedstawiono w tab. 2.



FHLBC – Federal Home Loan Bank;
 FNMA – Federal National Mortgage Association;
 FHLMC – Federal Home Loan Mortgage Corporation.

Rys. 5. Zadłużenie amerykańskich agencji rządowych z tytułu dłużnych papierów wartościowych w latach 1985-2002

Źródło: Bond Markets Association.

W grudniu 2002 r. łączne zadłużenie agencji federalnych wynosiło przeszło 2,2 bln USD [12] co odpowiadało 70% zadłużenia z tytułu rynkowych skarbowych papierów wartościowych. Jeszcze na początku ostatniej dekady XX w. stosunek zadłużenia agencji federalnych do zadłużenia rządu wynosił niespełna 20%. Od tego czasu wartość zadłużenia agencji federalnych zwiększyła się przeszło pięciokrotnie. Obecnie największe zadłużenie mają agencje wspierające system finansowania budownictwa. Papiery wartościowe emitowane przez te podmioty są zabezpieczane przez portfele kredytów hipotecznych, a w niektórych przypadkach także przez gwarancje rządowe. Zmianę poziomu zadłużenia agencji federalnych przedstawiono na rys. 5.

2.2. Rynek pierwotny i wtórny

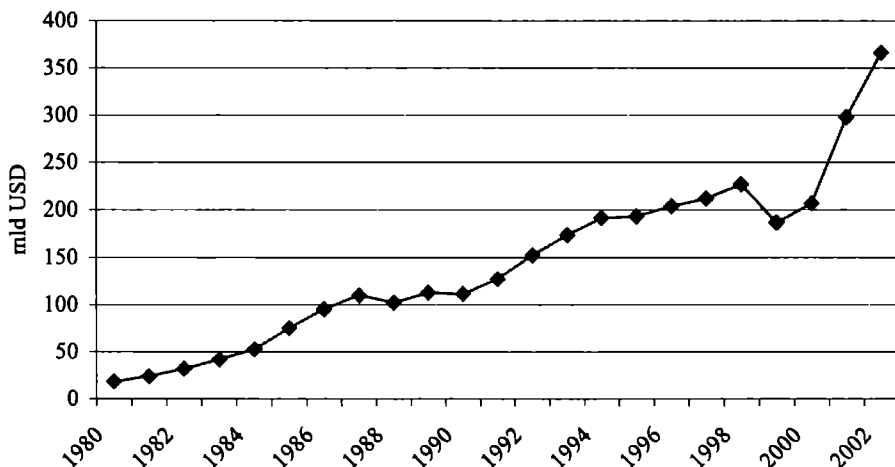
Sprzedaż skarbowych papierów wartościowych odbywa się w dwóch systemach. Obligacje oszczędnościowe oferowane są w sprzedaży ciągłej, a warunki, na jakich jej się dokonuje, modyfikuje się w okresach półrocznych. Sprzedaż prowadzi się za pośrednictwem sieci instytucji finansowych oraz Internetu. Obligacje rynkowe oferuje się na aukcjach organizowanych przez Departament Skarbu. Nie ma ograniczeń co do podmiotów dopuszczonych do uczestnictwa w aukcjach, a minimalna oferta równa się wartości nominalnej papierów wartościowych będących przedmiotem oferty¹². Terminy organizowania aukcji, na których oferuje się rynkowe skarbowe papiery wartościowe, oparte są na cyklach przetargowych, co czyni rynek bardziej przejrzystym dla inwestorów. Najczęściej, bo raz w tygodniu, odbywają się aukcje bonów skarbowych, przy czym, jak to już wspomniano, przy prezentacji tych instrumentów w poniedziałki oferuje się bony 13- i 26-tygodniowe, a we wtorki bony 4-tygodniowe. Rzadziej odbywają się aukcje not i obligacji skarbowych. Istnieje generalna zasada, że częstotliwość oferowania poszczególnych rodzajów papierów skarbowych maleje w miarę wydłużania się terminu ich zapadalności. Raz w miesiącu inwestorzy mogą nabywać na rynku pierwotnym noty 2-letnie, raz na kwartał¹³ noty 3-, 5- i 10-letnie. Dodatkowo w przypadku not 5-letnich miesiąc po właściwym przetargu odbywa się aukcja dodatkowa. Najrzadziej, bo dwa razy w roku, Departament Skarbu sprzedaje obligacje 30-letnie. Odbywa się to 15 lutego i 15 sierpnia. Każdorazowo, około tydzień przed aukcją, emitent publikuje podstawowe parametry oferowanych papierów wartościowych, a szczególnie wielkość emisji. Sama aukcja odbywa się w systemie jednej ceny¹⁴, co oznacza, że wszyscy inwestorzy, którzy złożyli oferty zakupu na warunkach niegorszych niż zaakceptowane przez Departament Skarbu, nabywają papiery wartościowe po ustalonej maksymalnej rentowności (minimalnej cenie), z tym że oferty z rentownością równą ustalonej w wyniku przetargu mogą zostać proporcjonalnie zredukowane. Inwestorzy mogą także składać oferty zakupu bez podawania wymaganej rentowności. W takim wypadku akceptują oni rentowność ustaloną w wyniku przetargu. Składanie ofert bez wskazania wymaganej rentowności ograniczone jest do 1 mln USD w przypadku bonów skarbowych i 5 mln USD w przypadku papierów kuponowych. Na podstawie ofert złożonych przez inwestorów emitent ustala parametry emisji. Odbywa się to poprzez ustalenie wysokości kuponu z dokładnością do 1/8 punktu

¹² Inwestorzy indywidualni mogą uczestniczyć bezpośrednio w aukcjach skarbowych papierów wartościowych po otwarciu rachunku w FED (w jednym z oddziałów lub za pośrednictwem Internetu).

¹³ Aukcje odbywają się każdego 15 dnia lutego, maja, sierpnia i listopada.

¹⁴ Początkowo, we wrześniu 1992 r., aukcję w systemie jednej ceny wprowadzono dla not 2- i 5-letnich. Obecnie obowiązuje ona dla wszystkich rynkowych papierów skarbowych. Uzasadnienie dla odejścia od aukcji w systemie wielu cen na rzecz systemu jednej ceny zawarto m.in. w [11].

procentowego w taki sposób, aby dla maksymalnej zaakceptowanej rentowności cena obligacji, po jakiej obejmą ją inwestorzy, była jak najbliższa wartości nominalnej obligacji, przy czym nie powinna jej przewyższać.



Rys. 6. Średnia dzienna wartość obrotu amerykańskimi skarbowymi papierami wartościowymi
Źródło: Bonds Market Association.

Obrót wtórny amerykańskimi papierami skarbowymi dokonuje się zarówno na rynkach zorganizowanych¹⁵, jak i rynku międzybankowym. W praktyce obrót dokonywany na giełdach papierów wartościowych ma znaczenie marginalne, a inwestorzy, szczególnie instytucjonalni, dokonują transakcji na rynku OTC, który opiera się na dwustronnych kwotowaniach cen przez poszczególne instytucje finansowe. Szczególną rolę odgrywają tu autoryzowani dealerzy skarbowych papierów wartościowych oraz brokerzy¹⁶. Ci pierwsi stale podają ceny, po jakich są gotowi sprzedać lub kupić na własny rachunek poszczególne papiery wartościowe [9, s. 34]. W odróżnieniu od dealerów brokerzy pośredniczą jedynie między dealerami, dostarczając im informacji o najlepszych cenach aktualnie oferowanych przez innych dealerów, zarabiając tylko na opłatach za pośrednictwo. Rynek amerykańskich obligacji skarbowych to jeden z najbardziej płynnych rynków na świecie¹⁷. Średnia dzienna wartość obrotów wynosiła w roku 2002 366 mld USD¹⁸, czyli dziewięciokrotnie przewyższała analogiczną wartość dla rynku akcji na największej amerykańskiej giełdzie – NYSE¹⁹, wynoszącą w 2002 r. 40 mld USD.

¹⁵ Skarbowe papiery wartościowe są notowane na giełdach NYSE i Amex.

¹⁶ Autoryzowani dealerzy skarbowych papierów wartościowych mają wyłączność na uczestnictwo w transakcjach w ramach operacji otwartego rynku z FED.

¹⁷ Znaczenie płynności dla wyceny dłużnych papierów wartościowych przedstawiono w [10, s. 7].

¹⁸ Wartość ta obejmuje transakcje banków między sobą oraz z klientami. Źródło: FED.

¹⁹ Źródło: NYSE.

Zmiany wartości średnich dziennych obrotów na rynku amerykańskich papierów skarbowych przedstawiono na rys. 6.

Oceniając skalę wzrostu obrotów na rynku wtórnym skarbowych papierów wartościowych, warto zwrócić uwagę, że w prezentowanym okresie nastąpiło przeszło pięciokrotne zwiększenie wartości pozostających w obrocie rynkowych skarbowych papierów wartościowych, co w zestawieniu z ponaddwudziestokrotnym wzrostem obrotów świadczy o znacznym wzroście aktywności inwestorów obecnych na tym rynku. Podobną wymowę ma analogiczne zestawienie sporządzone dla papierów wartościowych emitowanych przez agencje federalne. Na tym rynku od początku lat dziewięćdziesiątych odnotowano czternastokrotny wzrost obrotów przy pięciokrotnym wzroście wartości papierów wartościowych pozostających w obrocie.

3. Podsumowanie

Rynek amerykańskich skarbowych papierów wartościowych stanowi jeden z najważniejszych rynków papierów dłużnych na świecie. Różnorodność oferowanych instrumentów obejmująca papiery wartościowe o terminie zapadalności od 4 tygodni do 30 lat pozwala inwestorom instytucjonalnym na elastyczne dostosowywanie polityki inwestycyjnej do oczekiwanych zmian krzywej dochodowości oraz ich potrzeb. Decydujące znaczenie dla roli, jaką na międzynarodowym rynku finansowym odgrywają amerykańskie papiery skarbowe, mają wysoka płynność, najwyższa wiarygodność kredytowa oraz pozycja dolara amerykańskiego jako głównej waluty świata. Oferta Departamentu Skarbu, oprócz inwestorów instytucjonalnych, jest skierowana także do krajowych inwestorów indywidualnych. W celu zapewnienia im możliwości długoterminowego oszczędzania oferuje się oszczędnościowe papiery wartościowe w wolnej sprzedaży. Inwestorzy indywidualni mogą także uczestniczyć w obrocie obligacjami skarbowymi na giełdach papierów wartościowych. Ważnym elementem rynku papierów dłużnych w Stanach Zjednoczonych są także papiery dłużne emitowane przez agencje federalne. Nie mają one wprawdzie gwarancji rządowych, niemniej sposób ich powołania oraz zasady działania czynią oferowane przez nie papiery wartościowe bliskim substytutem papierów skarbowych.

Literatura

- [1] *Asset Backed Securities, Fixed Income Credit Research*, Dresdner Kleinwort Benson Research, Frankfurt am Mein 1999.
- [2] Deacon M., Derry A., *Inflation Indexed Securities*, Prentice Hall Professional Europe, London 1998.
- [3] Fabozzi F.J., *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2000.

-
- [4] Fabozzi F.J., *Fixed Income Analysis*, Frank J. Fbozzi Associates, New Hope 2000.
 - [5] Fabozzi F.J., *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-Press, Warszawa 2000.
 - [6] Fabozzi F.J., *The Handbook of Fixed Income Securities*, McGraw-Hill, New York 2001.
 - [7] Fabozzi F.J., *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2000.
 - [8] *Government Bonds*, Euromoney Publications, London 1997.
 - [9] Jones F.J., Fabozzi F.J., *The International Government Bond Markets*, Probus Publishing Company, Chicago 1992.
 - [10] Longstaff F.A., *The Flight-to-Liquidity Premium US Treasury Bonds Prices*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2002.
 - [11] Malvey P.F. (i in.), *Uniform-Price Auctions: Evaluation of the Traesury Experien*, Office of Market Fianance U.S. Treasury Washington.
 - [12] *Monthly Statement of the Public Debt of the United States*, March 2003.
 - [13] Schinasi G.J., Smith R.T., *Fixed Income Markets in the United States, Europe, and Japan. Some Lessons for Emerging Markets*, IMF, Washington 1998.
 - [14] Thau A., *The Bond Book*, McGraw-Hill, New York 2000.
 - [15] *The Dow-Jones Irwin Guide to Buying and Selling Treasury Securities*, red. H.M. Berlin, Dow Jones Irwin, Homewood 1988.

TREASURY SECURITIES MARKET IN THE UNITED STATES

Summary

In this paper the market of the treasury securities issued by the Treasury Department of the United States and federal agencies is presented as well as ways of their issu and structure and value of the market of the treasury securities on the background of the entire market of the debt securities in the United States. The difference in the characteristics of the individual types of the treasury securities causes that this became a market for both institutional as well individual investors with varying lengths of periods of investing. The market of the treasury securities is the third one, as regards its value, after the markets of mortgage backed securities and corporate bonds. The market of the treasury securities, because of its liquidity and position of the issuer, remains in the centre of interest of both the domestic as well as foreign investors.

Mgr Zbigniew Wójtowicz jest doktorantem w Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.